

FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LXVI
Broj 1-6/2011.
Beograd
ISSN 0015-2145
UDK 336

2011.

FINANSIJE

1 - 6

Iz sadržaja:

Dr Goran NIKOLIĆ
ANALIZA STEPENA ISPUNJENOSTI MASTRIHTSKIH KRITERIJUMA
KONVERGENCIJE: SRBIJA I ZEMLJE REGIONA

Dr Vlastimir VUKOVIĆ
DINARIZACIJA: NEIZVODLJIVA STRATEGIJA

Lidija BARJAKTAROVIĆ, Snežana POPOVČIĆ-AVRIĆ, Marina ĐENIĆ
UPRAVLJANJE NAPLATOM POTRAŽIVANJA U BANKARSKOM SEKTORU
SRBIJE U VREMENU KRIZE

Dr Zoran GRUBIŠIĆ, MA Maja PAUNOVIĆ
UTICAJ MAKROEKONOMSKIH I SOCIJALNIH FAKTORA NA RAZVOJ
BANKARSKOG SEKTORA ZEMALJA CENTRALNE I ISTOČNE EVROPE U
USLOVIMA RECESIJE

Dr Snežana STOJANOVIĆ
PRUŽANJE USLUGA MEĐUNARODNE RAZMENE INFORMACIJA
U PORESKIM STVARIMA

Dr Snežana P. KNEŽEVIĆ
UPRAVLJANJE KAPITALOM BANKE – ALOKACIJA I MERENJE
FINANSIJSKIH PERFORMANSI

Prof. dr Hasan HANIĆ, prof. dr Ljubiša STANOJEVIĆ, dr Vladislav MIŠKOVIĆ
PRIMENA EKSTENZIVIRANIH METODA IMPLICITNOG ZNANJA U POSTUPKU
OBAVLJANJA REVIZIJE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

REPUBLIKA SRBIJA
MINISTARSTVO FINANSIJA

FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LXVI
Broj 1-6/2011.
Beograd
ISSN 0015-2145
UDK 336

2011.

FINANSIJE

1 - 6

Iz sadržaja:

Dr Goran NIKOLIĆ
ANALIZA STEPENA ISPUNJENOSTI MASTRIHTSKIH KRITERIJUMA
KONVERGENCIJE: SRBIJA I ZEMLJE REGIONA

Dr Vlastimir VUKOVIĆ
DINARIZACIJA: NEIZVODLJIVA STRATEGIJA

Lidija BARJAKTAROVIĆ, Snežana POPOVČIĆ-AVRIĆ, Marina ĐENIĆ
UPRAVLJANJE NAPLATOM POTRAŽIVANJA U BANKARSKOM SEKTORU
SRBIJE U VREMENU KRIZE

Dr Zoran GRUBIŠIĆ, MA Maja PAUNOVIĆ
UTICAJ MAKROEKONOMSKIH I SOCIJALNIH FAKTORA NA RAZVOJ
BANKARSKOG SEKTORA ZEMALJA CENTRALNE I ISTOČNE EVROPE U
USLOVIMA RECESIJE

Dr Snežana STOJANOVIĆ
PRUŽANJE USLUGA MEĐUNARODNE RAZMENE INFORMACIJA
U PORESKIM STVARIMA

Dr Snežana P. KNEŽEVIĆ
UPRAVLJANJE KAPITALOM BANKE – ALOKACIJA I MERENJE
FINANSIJSKIH PERFORMANSI

Prof. dr Hasan HANIĆ, prof. dr Ljubiša STANOJEVIĆ, dr Vladislav MIŠKOVIĆ
PRIMENA EKSTENZIVIRANIH METODA IMPLICITNOG ZNANJA U POSTUPKU
OBAVLJANJA REVIZIJE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

REPUBLIKA SRBIJA
MINISTARSTVO FINANSIJA

FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LXVI**Broj: 1-6****2011****Osnivač i izdavač:**

Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, Kneza Miloša 20.

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: dr Mirko Cvetković

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

Štampa: Štamparija Ministarstva finansija Republike Srbije, Kneza Miloša 20, 11000 Beograd

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

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

FINANSIJE

Časopis za teoriju i praksu finansija

66. godina, br. 1-6/2011.

Beograd

Č L A N C I

SRBIJA – EKONOMIJA I FINANSIJE

Dr Goran NIKOLIĆ
ANALIZA STEPENA ISPUNJENOSTI
MASTRIHTSKIH KRITERIJUMA KON-
VERGENCIJE: SRBIJA
I ZEMLJE REGIONA
str. 7

Dr Vlastimir VUKOVIĆ
DINARIZACIJA: NEIZVODLJIVA
STRATEGIJA
str. 26

Prof. dr Nataša TANJEVIĆ,
prof. dr Goran KVRGIĆ
OSVRT NA ODREDBE NOVOG ZAKO-
NA O SPREČAVANJU PRANJA NOVCA
I FINANSIRANJA TERORIZMA
str. 47

Mr Bogdan POPOVIĆ
REALIZACIJA NACIONALNOG
INVESTICIONOG PLANA
str. 63

Lidija BARJAKTAROVIĆ, Snežana PO-
POVČIĆ-AVRIĆ, Marina ĐENIĆ
UPRAVLJANJE NAPLATOM PO-
TRAŽIVANJA U BANKARSKOM SEK-
TORU SRBIJE U VREMENU KRIZE
str. 80

TRŽIŠTE KAPITALA

Kristina BUDIMČEVIĆ, Jelena RODIĆ
STRATEGIJA UPRAVLJANJA

OPCIJAMA KAO FINANSIJSKIM
DERIVATIMA
str. 103

Prof. dr Safet KURTOVIĆ
PRIMENA DERIVATA U UPRAVLJA-
NJU RIZIKOM REALNE IMOVINE
str. 117

MEĐUNARODNA ISKUSTVA

Dr Ibrahim TOTIĆ
GLOBALIZACIJA I NJEN UTICAJ NA
SAVREMENE INTEGRACIONE PRO-
CESE U SVETU
str. 134

Prof. dr Siniša OSTOJIĆ
UTICAJ GLOBALNE RECESIJE NA
REFORMU PENZIJSKIH SISTEMA U
EKONOMIJAMA CENTRALNE I
ISTOČNE EVROPE
str. 172

Dr Zoran GRUBIŠIĆ,
MA Maja PAUNOVIĆ
UTICAJ MAKROEKONOMSKIH I SO-
CIJALNIH FAKTORA NA RAZVOJ
BANKARSKOG SEKTORA ZEMALJA
CENTRALNE I ISTOČNE EVROPE U
USLOVIMA RECESIJE
str. 200

Dr Snežana STOJANOVIĆ
PRUŽANJE USLUGA MEĐUNAROD-
NE RAZMENE INFORMACIJA U PO-
RESKIM STVARIMA
str. 219

BANKARSTVO I OSIGURANJE

Dr Snežana P. KNEŽEVIĆ
UPRAVLJANJE KAPITALOM
BANKE – ALOKACIJA I MERENJE FI-
NANSIJSKIH PERFORMANSI
str. 233

Dr Vladimir NJEGOMIR
TRŽIŠTE OSIGURANJA I ULOGA
DRŽAVE: STANJE I PERSPEKTIVE FI-
NANSIRANJA KATASTROFA
str. 256

OPŠTA EKONOMSKA TEORIJA

Mr Mehmed MURIĆ
INFLACIJA I PRIVREDNI RAST
str. 289

Prof. dr Hasan HANIĆ, prof. dr Ljubiša
STANOJEVIĆ, dr Vladislav MIŠKOVIĆ
PRIMENA EKSTENZIVIRANIH METO-

DA IMPLICITNOG ZNANJA U PO-
STUPKU OBAVLJANJA REVIZIJE
FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA
str. 323

PRIKAZI

Prof. dr Ljubomir MADŽAR
„ISKUŠENJA EKONOMSKE
POLITIKE U SRBIJI“
Dr Biljana Vitković
str. 347

Prof. dr Petar ĐUKIĆ
„ODRŽIVI RAZVOJ – UTOPIJA ILI
ŠANS ZA SRBIJU „
Mr Jasmina Knežević
str. 354

Dr Dragoslav SLOVIĆ, Borislav
KNEŽEVIĆ
„FNANSIJSKO VEŠTAČENJE“
Mr Jovica Cvetković str. 8
str. 363

FINANCE

Journal for the theory and practice of finance
66 years, No 1-6/2011
Belgrade

ARTICLES

SERBIA – ECONOMY AND FINANCE

Goran NIKOLIĆ, PhD
ANALYSIS OF THE DEGREE OF FUL-
FILLMENT OF THE MAASTRICHT
CONVERGENCE CRITERIA: SERBIA
AND NEIGHBORING COUNTRIES
p. 7

Vlastimir VUKOVIĆ, PhD
DINARIZATION: IMPRACTICABLE
STRATEGY
p. 26

Professor Nataša TANJEVIĆ, PhD,
Professor Goran KVRGIĆ, PhD
REVIEW OF THE PROVISIONS OF
THE NEW LAW ON PREVENTION OF
MONEY LAUNDERING AND
TERRORIST FINANCING
p. 47

Bogdan POPOVIĆ, MA
IMPLEMENTATION OF THE
NATIONAL INVESTMENT PLAN
p. 63

Lidija BARJAKTAROVIĆ, Snežana POPOVČIĆ-AVRIĆ, Marina ĐENIĆ
COLLECTION MANAGEMENT IN
SERBIAN BANKING SECTOR DURING THE CRISIS
p. 80

CAPITAL MARKETS

Kristina BUDIMČEVIĆ, Jelena RODIĆ
STRATEGY OF MANAGING THE OPTIONS AS FINANCIAL DERIVATIVES
p. 103

Professor Safet KURTOVIĆ, PhD
APPLICATION OF DERIVATIVES IN
REAL ESTATE RISK MANAGEMENT
p. 117

INTERNATIONAL EXPERIENCE

Ibrahim TOTIĆ, PhD
GLOBALIZATION AND ITS IMPACT
ON CONTEMPORARY
INTEGRATION PROCESSES
IN THE WORLD
p. 134

Professor Siniša OSTOJIĆ, PhD
THE IMPACT OF GLOBAL
RECESSION ON THE REFORM OF
PENSION SYSTEMS IN THE
ECONOMIES OF CENTRAL AND
EASTERN EUROPE
p. 172

Zoran GRUBIŠIĆ, PhD,
Maja PAUNOVIĆ, MA
EFFECTS OF MACROECONOMIC
AND SOCIAL FACTORS ON
BANKING SECTOR DEVELOPMENT
IN CEE COUNTRIES IN RECESSION
p. 200

Snežana STOJANOVIĆ, PhD
INTERNATIONAL EXCHANGE OF INFORMATION IN TAX MATTERS
p. 219

BANKING AND INSURANCE

Snežana P. KNEŽEVIĆ, PhD
BANK CAPITAL MANAGEMENT –
ALLOCATION AND MEASUREMENT
OF FINANCIAL PERFORMANCE
p. 233

Vladimir NJEGOMIR, PhD
INSURANCE MARKET AND THE ROLE OF GOVERNMENT: THE STATE AND OUTLOOK OF CATASTROPHE FINANCING
p. 256

GENERAL ECONOMIC THEORY

Mehmed MURIĆ, MA
INFLATION AND ECONOMIC
GROWTH
p. 289

Professor Hasan HANIĆ, PhD,
Professor Ljubiša STANOJEVIĆ, PhD,
Vladislav MIŠKOVIC, PhD
APPLYING THE METHOD OF
IMPLICIT KNOWLEDGE IN CONDUCTING FINANCIAL AUDITING
p. 323

REVIEWS

Professor Ljubomir MADŽAR, PhD
„CHALLENGES OF ECONOMIC
POLICY IN SERBIA“
Biljana Vitković, PhD
p. 347

Professor Petar ĐUKIĆ, PhD
„SUSTAINABLE DEVELOPMENT –
UTOPIA OR CHANCE FOR SERBIA“
Jasmina Knežević, MA
p. 354

Dragoslav SLOVIĆ, PhD,
Borislav KNEŽEVIĆ
„FINANCIAL EXPERTISE“
Jovica Cvetković, MA
p. 363

Rad primljen: 26. 09. 2011.

UDK: 339.972(497.11);336.748.12(497.11)

JEL: F 36

Stručni rad

ANALIZA STEPENA ISPUNJENOSTI MASTRIHTSKIH KRITERIJUMA KONVERGENCIJE: SRBIJA I ZEMLJE REGIONA

ANALYSIS OF THE DEGREE OF FULFILLMENT OF THE MAASTRICHT CONVERGENCE CRITERIA: SERBIA AND NEIGHBORING COUNTRIES

Dr Goran NIKOLIĆ

Institut za evropske studije, Beograd

Rezime

Mastrihtski kriterijumi konvergencije podrazumevaju da zemlja koja ulazi u Evrozonu ima relativno nisku inflaciju, stabilnu valutu, nizak nivo konsolidovanog budžetskog deficita, održiv javni dug, kao i relativno niske kamatne stope. Pre ulaska u Evrozonu treba biti i u tzv. Evropskom valutnom mehanizmu (ERM II), što, pre svega, podrazumeva maksimalnu volatilnost domicilne monete prema evru od $\pm 2,25\%$ u roku ne manjem od dve godine. Krajem septembra 2011. valute regiona, osim dinara i leja su stabilne (ali nisu u ERM II), inflacija je uglavnom niska osim kod Srbije, Rumunije i Turske, indirektno se može zaključiti da su dugoročne kamate znatno iznad dozvoljenih limita, budžetski deficit je uglavnom iznad 3%, dok je javni dug ispod 60% GDP.

Dakle, ove zemlje ne ispunjavaju većinu stroge Mاستrihtskih kriterijuma konvergencije, i nije realno očekivati da bi u narednim godinama mogle napraviti značajnije pomake na tom planu.

Ključne reči: KRITERIJUMI KONVERGENCIJE; EVRO; JAVNI DUG; FISKALNI DEFICIT; INFLACIJA; KAMATNE STOPE.

Summary

The Maastricht convergence criteria imply that a country enters the euro zone has a relatively low inflation, stable currency, low levels of the consolidated budget deficit, sustainable public debt and relatively low interest rates. Prior to joining the eurozone the countries should be in the so-called European currency mechanism (ERM II), which primarily means the maximum domicile currency volatility against the euro is + -2.25% in a period not less than two years.

In late September 2011. currencies of the region, (except for the dinar and lei) are stable (but not in the ERM II), inflation is generally low except in Serbia, Romania and Turkey, the budget deficit is mostly above 3%, while public debt is below 60% of GDP. Indirectly it can be concluded that the long-term interest rates are well above the allowed limit. Therefore, these countries do not meet the most stringent Maastricht convergence criteria, and it is not realistic to expect that in coming years that countries could make significant progress on that front.

Key Words: CONVERGENCE CRITERIA; EURO; PUBLIC DEBT; FISCAL DEFICIT; INFLATION; INTEREST RATES.

1. MASTRIHTSKI KRITERIJUMI

Mastrihtski kriterijumi konvergencije često se mešaju, a nemaju baš puno zajedničkog, sa (Kopenhagenskim) kriterijumima za članstvo u EU (utvrđenim 1993). Ovi drugi se odnose na stabilnost institucija koji garantuju demokratiju, vladavinu prava, ljudska i prava manjina kao i tržišnu ekonomiju.

Mastrihtski kriterijumi konvergencije podrazumevaju da zemlja koja ulazi u Evrozonu ima relativno nisku inflaciju, stabilnu valutu, nizak nivo konsolidovanog budžetskog deficita, održiv javni dug, kao i relativno niske kamatne stope. Pre ulaska u Evrozonu treba biti i u tzv. Evropskom valutnom mehanizmu (ERM II), što, pre svega, podrazumeva maksimalnu volatilitnost domicilne monete prema evru od $\pm 2,25\%$ u roku ne manjem od dve godine (pre tog roka kurs date valute ne sme odstupati od vrednosti evra više od 15% gore ili dole). Inflacija u zemlji kandidatu za uvođenje evra ne sme prelaziti više od $1,5$ procentnih poena prosečnu inflaciju u tri zemlje članice EU s najnižom inflacijom. Javni dug zemlje u godini koja prethodi ulasku u Evrozonu ne sme biti viši od 60% GDP-a. Dugoročne (nominalne) kamatne stope mogu maksimalno dva procentna poena biti

više od onih u tri zemlje članice EU sa najnižim kamatama. Konsolidovani budžetski deficit u godini koja prethodi ulasku u Evrozonu ne sme biti viši od 3% GDP-a.

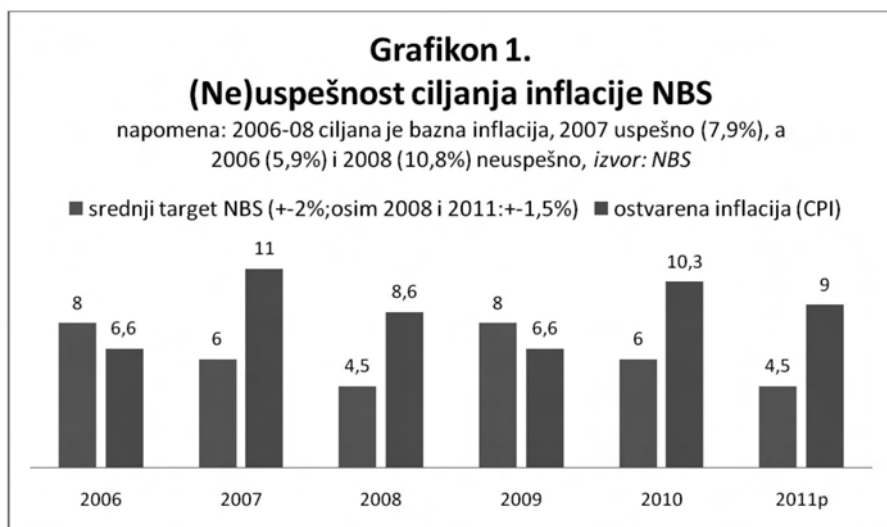
Dakle, države koje pristupaju valutnoj uniji moraju ispuniti egzaktno ekonomske kriterijume predviđene sporazumom iz Mastrihta. Indikativno je iskustvo Litvanije, koja je konkurisala za pristupanje Evrozoni kad i Slovenija, kojoj je članstvo izmaklo za samo $0,1\%$, za koliko je litvanska inflacija bila viša od dozvoljene. Najčešće zemljama, koje žele u Evrozonu, najveće probleme prave visoka inflacija i prevelik budžetski deficit.

Treba reći da ispunjavanje kriterijuma konvergencije (poznatijih pod nazivom Mastrihtski kriterijumi) nije preduslov za ulazak u Evropsku uniju, već za uvođenje evra kao nacionalne valute. Tek kada država postane članica EU, tada može, u zavisnosti o ispunjavanju kriterijuma konvergencije i uspešnosti učešća u ERM II, nakon što dobije odobrenje, uvesti evro. Pre početka pregovora s EU treba istražiti i koliko su pojedini ekonomski pokazatelji date zemlje u saglasju sa Mastrihtskim kriterijumima i koliko su oni zapravo s njima metodološki usklađeni, pa tako i uporedivi (misli se na njihove vrednosti) s istima iz drugih zemalja EU.

Možda trenutno, iz perspektive Srbije, izgleda prerano diskutovati o ulasku u Evrozonu. Hrvatska, koja prvog jula 2013. postaje 28. članica EU, već saopštava da neće žuriti sa uvođenjem evra i da će to sačekati oko deceniju. Slične stavove u pogledu evra, mada ne licitirajući sa tako dugim rokovima, imaju i Poljska i Češka (odbojnost Britanaca prema moneti Evrozone ima znatno drugačije i utemeljenije razloge).

2. SRBIJA: NIVO ISPUNJENOSTI KRITERIJUMA KONVERGENCIJE NA ISTEKU 2011.

Kao i veliki broj zemalja, koji ima kao glavni kvantifikovani cilj centralne banke targetiranje nivoa inflacije, i naša centralna banka je usvojila taj režim. Naime, sporazumom sa Vladom Republike Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije i Memorandumom NBS o monetarnoj Strategiji NBS se obavezala da, u saradnji s Vladom, utvrđuje ciljanu stopu inflacije. U okviru NBS Monetarni odbor utvrđuje ciljanu stopu ukupne inflacije (potrošačke cene: CPI).¹ U periodu 2006-2008. targetirana je bazna inflacija i cilj je bio postignut samo 2007. kada je ona iznosila 7,9%. Za



¹ Memorandum Narodne banke Srbije o utvrđivanju ciljane stope inflacije za period od 2010. do 2012. godine.

decembar 2009. indeks potrošačkih cena ciljan je na 8%, s dozvoljenim odstupanjem ± 2 procentna poena, a decembar 2010. na 6% s dozvoljenim odstupanjem ± 2 p.p. (2010. cilj nije bio postignut). Ove godine cilj od 4,5% $\pm 1,5$ p.p. izvesno neće biti ostvaren (CPI će, po projekciji NBS na kraju godine iznositi 8%, dok za septembar 2012. projekcija Blumberga ukazuje da će međugodišnja inflacija iznositi 8%²).

Ciljevi za inflaciju utvrđuju se u vidu jedinstvene vrednosti (s dozvoljenim odstupanjem) za svaki pojedinačni mesec u godini, pod pretpostavkom njihovog kontinuiranog ostvarenja između decembra prethodne i decembra posmatrane godine. Putanja ciljanih stopa inflacije do 2012. usklađena je s potrebom postizanja srednjoročne stabilnosti cena, koja, s obzirom na opredeljenje Srbije da u srednjem roku konvergira ka nivou cena i dohotka Evropske unije, iznosi 2–4% na godišnjem nivou. Ciljane stope inflacije za period od 2010. do 2012. godine utvrdila je NBS u saradnji s Vladom Srbije, na osnovu analize tekućih i očekivanih makroeko-

nomskih kretanja i numeričkih smernica za rast cena proizvoda i usluga na koje Vlada utiče direktno ili indirektno. Utvrđene ciljeve za inflaciju karakteriše postepeno smanjivanje ciljanih stopa inflacije. Postepeno smanjivanje ciljanih stopa inflacije zasniva se na oceni dugoročnih makroekonomskih kretanja i potrebi da se pritisci na nominalni devizni kurs umanje, a samim tim i rizici od potencijalno negativnog uticaja na konkurentnost privrede. Širina dozvoljenog odstupanja ciljane stope inflacije odražava opredeljenje za stabilizaciju ekonomske aktivnosti, pošto obezbeđuje prostor za fleksibilnost monetarne politike u narednom periodu bez narušavanja njenog kredibiliteta. Dozvoljeno odstupanje ukazuje na zonu koja se smatra prihvatljivom za kretanje inflacije, uzimajući u obzir činjenicu da može doći do brojnih prolaznih šokova manjih razmera koji će izazvati kratkoročne oscilacije stopa inflacije, ali neće zahtevati reakciju monetarne politike. Međutim, problem nisu koridori dozvoljenog odstupanja već postavljeni parametri, te i pored toga što NBS optimistično najavljuje da će sredinom 2012. inflaciju ući u postavljeni okvir treba razmotriti redefinisanje postavljenih

² http://www.nbs.rs/internet/latini-ca/15/konferencije_guvernera/prilozi/20110912_DS_prezentacija.pdf

ciljeva (naravno, korekcijom na gore srednjih vrednosti CPI).³

Na domaćem tržištu ne postoje dinarske obveznice države izdate na rok od 10 godina, odnosno ne postoji kamatna stopa koja bi se s obzirom na metodološke zahteve smatrala referentnom. Štaviše, na domaćem tržištu postoji relativno malo državnih obveznica, a one koje i postoje, u pravilu su izdate uz valutnu klauzulu. Razloge tome valja tražiti u visokom stepenu evroizacije našeg tržišta. Naravno, može se navesti primer Estonije do ulaska u Evrozonu, gde se za referentnu vrednost uzimala dugoročna kamatna stopa na kredite⁴, ali u Srbiji, praktično, nema dugoročnih kredita u dinarima. Korisno je spomenuti i slučaj Grčke, kod koje su se vremenom podaci o prinosima na državne obveznice s dospećem

od pet godina uzimali za izračunavanje referentne kamatne stope. Time se samo želi reći da ni Srbija neće morati nužno da izda dinarske državne obveznice s dospećem od deset godina do ulaska u EU. Bitno je da postoje obveznice (ili neki drugi instrument) koje bi imale visoku likvidnost i koje bi bile svojevrsna referenca za izračun dugoročne kamatne stope.

Kao indikator nivoa dugoročnih dinarskih aktivnih kamatnih stopa mogu poslužiti stope prinosa na trogodišnje trezorske zapise. Naime, od prethodne godine država se aktivnije pojavila na domaćem tržištu kapitala. Od juna 2011. beležimo obaranje kamatnih stopa na trezorske zapise. Krajem septembra 2011. kamata na dve i po godišnje trezorske zapise iznosila je visokih 14,89%.⁵ Kao indi-

³ Ostvarenje ciljane inflacije može se pratiti u svakom momentu, a ne samo u jednom određenom trenutku (kraj godine). On, takođe, doprinosi stabilizaciji inflacionih očekivanja u situacijama kada snažan šok rezultira privremenim odstupanjem inflacije od ciljanog nivoa. Cilj je utvrđen za nekoliko godina unapred, što odražava opredeljenost Monetarnog odbora NBS za postizanje srednjoročne stabilnosti cena i doprinosi stabilizaciji inflacionih očekivanja. Inače, Vlada, nakon usaglašavanja s NBS-om, može menjati utvrđene numeričke smernice uz odgovarajuće obrazloženje, dok i NBS, u saradnji s Vladom, može menjati utvrđene ciljeve za inflaciju.

⁴ Kriterijum dugoročnih kamatnih stopa nije bio direktno primenljiv za Estoniju, jer nije bilo repernih dugoročnih državnih obveznica ili drugih hartija od vrednosti koje su odgovarajuće za procenu održivosti konvergencije. Odsustvo odgovarajućih obveznica posledica je veoma niskog nivoa bruto javnog duga, što je odraz suficita budžeta u periodu 2002-2007.

⁵ <http://www.trezor.gov.rs/dana-petog-jula-prodato-cetrdesettri-odsto-aukcija-cir.html>

kacija nivoa kamatnih stopa, ali ne dugoročnih može poslužiti ponderisana prosečna aktivna kamatna stopa na plasmane banaka, koja je iznosila u junu 2011. godine 14,24% (ta cifra je daleko od kriterijuma konvergencije). Šta možemo očekivati u narednim godinama i koliko je realan pad kamatnih stopa, posebno dugoročnih, koje praktično zbog odsustva dugoročnih pozajmica u dinarima i ne zna koliko bi bile.

Indikativna je analiza viceguvernera NBS koja se odnosi na procenu mogućnosti pada dinarskih kamatnih stopa, i to onih dugoročnih.⁶ Viceguverner je pokušao da odgovori na pitanje koliko bi koštao dinarski stambeni kredit pod uslovom da se banke odluče da počnu da nude

tržištu ovaj proizvod. Analiza NBS ukazuje da se u narednih 20 godina mogu očekivati prosečne kamatne stope na dinarske stambene kredite od oko 12,5%.⁷ Realna kamatna stopa u Srbiji u narednih 20 godina bi mogla da bude dva odsto veća nego u Evrozoni (gde je pretpostavljeno da bi realna kamatna stopa bila oko 2,5 odsto), što znači da bi u Srbiji ona mogla da iznosi oko 4,5 odsto. Kada saberemo ovu realnu očekivanu bezrizičnu kamatnu stopu s prosečnom očekivanom inflacijom u Srbiji u naredne dve decenije, onda dobijamo da bi prosečna referentna kamatna stopa NBS u narednih 20 godina mogla da iznosi oko 8,5 odsto, što je, dakle, reper za dugoročnu kamatnu stopu u dinarima.⁸

⁶ <http://www.nbs.rs/internet/latinica/15/mediji/cl/BM-C-20110709.html>

⁷ Pretpostavljena je prosečna godišnja stopa deprecijacije dinara od 1,9 odsto (u proteklih deset godina prosečna stopa deprecijacije iznosila oko 3,5 odsto). Ako se inflacioni cilj NBS za kraj 2012. (4 odsto) ne bi dalje smanjivao sa približavanjem Srbije EU, što je vrlo oprezna pretpostavka, kolika bi onda bila prosečna referentna kamatna stopa NBS u narednih 20 godina? S obzirom da je Srbija rizičnija zemlja od Evrozone i realna bezrizična kamatna stopa u Srbiji treba da bude veća od one u Evrozoni. Razlika između realnih kamatnih stopa Srbije i Evrozone obično se izražava takozvanom premijom rizika. Ova premija trenutno iznosi oko 3,5 odsto, ali ako opet pesimistički pretpostavimo da će u narednih desetak godina Srbija dostići nivo rizičnosti koji danas ima, recimo, Hrvatska, onda se može očekivati da će u narednih 20 godina prosečna premija srpskog rizika biti oko 2%.

⁸ Na ovu prosečnu referentnu kamatnu stopu treba dodati maržu koju banke zaračunavaju svakom pojedincu (oko četiri odsto). U tom slučaju prosečna stopa na dinarski stambeni kredit u narednih 20 godina iznosila bi oko 12,5%.

Kada je u pitanju dugoročna kamatna stopa u stranim valutama, koja nije zahtevani reper ali može poslužiti kao indikator od značaja su obveznice stare devizne štednje kao i obveznice restitucije, koje će biti emitovane od 2015. Ideja da se deo obaveza isplati u dinarskim obveznicama je napuštena zbog nesklonosti stanovništva da štedi u dinarima. Određena količina dinarske aktive imala bi veliki značaj za srpsko finansijsko tržište jer bi se formirala dugoročna stopa prinosa na domaću valutu, što je jedan od uslova za pristupanje Evrozoni (naravno, uslov je ispunjen ako je prinos relativno nizak).

Trenutno je kamatna stopa, odnosno prinos na obveznice stare devizne štednje oko 5%. Od značja je i to što se Srbija sredinom septembra 2011. zadužila na svetskom finansijskom tržištu u vrednosti od milijardu dolara na period od deset godina po kamati od 7,25%, kao i to što se obaveze po osnovu duga London-skom klubu na Luksemburškoj berzi avgusta 2011. kotirale po kamati od 6,75%.

„Nacrt Izveštaja o fiskalnoj strategiji za 2012. godinu s projekcijama za 2013. i 2014. godinu“ predstavlja prvi plan Vlade Srbije koji detaljnije određuje okvir za vođenje

fiskalne politike i izradu budžeta za narednu godinu. Konsolidovani deficit opšte države, čije je iznos korišćen usled manjeg rasta GDP-a od očekivanog, treba da se smanji sa 4,5% BDP-a u 2011. godini na 4% BDP-a u 2012. Znatno smanjenje fiskalnog deficita u 2012. i narednim godinama predstavlja veliki izazov, ali je i neophodno, jer bi se u protivnom javni dug verovatno otrgao kontroli, čime bi bila ugrožena makroekonomska stabilnost. Već je analiza Fiskalnog saveta⁹ ukazivala na to da nacrt Izveštaja o fiskalnoj strategiji ne predviđa dovoljno prilagođavanje budžeta kojim bi se ostvario prvobitno planirani fiskalni deficit od 3,2% BDP-a u 2012.

Analiza ograničenja rashoda po budžetskim korisnicima u periodu 2012-2014. godine, koja je u nacrtu Izveštaja o fiskalnoj strategiji prikazana jedino tabelom, ukazala je da postoji rizik da se prilikom raspodele budžetskih sredstava probije planirani budžetski okvir. Naime, u nacrtu Izveštaja nisu navedene osnovne politike i reforme odnosno principi i pravila na osnovu kojih su od-

⁹ Fiskalni savet Republike Srbije, *Mišljenje na nacrt izveštaja o fiskalnoj strategiji za 2012. godinu sa projekcijama za 2013. i 2014. godinu*, Beograd, 20. jun 2011.

ređena ograničenja rashoda po budžetskim korisnicima. Takođe, u slučaju značajnijih promena rashoda u odnosu na postojeće stanje nije dato objašnjenje zbog čega se planiraju promene i kojim merama će se to postići. Međutim, bez ovih pojašnjenja nacrt Izveštaja o fiskalnoj strategiji ne može poslužiti kao relevantan dokument za pripremu detaljnog budžeta za narednu godinu. U 2013. godini projektovano je da se fiskalni deficit smanji na 2,4% BDP-a, a u 2014. na 1,6% BDP-a. Ovo smanjenje deficita bi se ostvarilo prilagođavanjem rashoda relativnim smanjenjem tekuće javne potrošnje – i ne bi podrazumevalo mere za povećanje prihoda. Predviđeno smanjenje fiskalnog deficita je u skladu sa fiskalnim pravilima, ali Fiskalni savet smatra da ga je nemoguće postići s navedenim pretpostavkama u nacrtu Izveštaja o fiskalnoj strategiji. Naime, očekivano rebalansiranje privrede će dovesti do većeg pada prihoda u odnosu na BDP od planiranog. Relativno smanjenje rashoda je zasnovano na padu učešća rashoda za zaposlene i penzija u BDP-u (što smatramo opravdanim i mogućim), ali i na znatnim uštedama na drugim pozicijama već od 2012. Ocenjeno je da su male šanse da se navedene uštede ostvare jer ne postoji kredibi-

lan plan koji bi sadržao operativne mere i aktivnosti kojima bi se to stiglo. Planirani fiskalni ciljevi se stoga ne mogu ostvariti bez sprovođenja strukturnih reformi za smanjenje rashoda i/ili promena u poreskoj politici koji bi doveli do povećanja prihoda. Neophodno je stoga u što kraćem roku pokrenuti inicijativu za definisanje i sprovođenje svih neophodnih politika, jer je za implementaciju strukturnih reformi, kao i njihove prve efekte, potrebno određeno vreme, a eventualna promena poreske politike zahteva temeljnu pripremu i poštovanje načela predviđivosti poreskog okruženja.

Veći deficit od onog koji je definisan fiskalnim pravilima bi gotovo izvesno doveo do toga da se javni dug otrgne kontroli. Zbog toga je smanjivanje fiskalnog deficita u narednim godinama neophodno. Analiza Fiskalnog saveta ukazuje na to da je za ograničavanje rasta javnog duga u narednom periodu od presudnog značaja smanjivanje fiskalnog deficita u 2012, u skladu sa fiskalnim pravilima. Ukoliko se to desi, projekcije pokazuju da će javni dug u odnosu na BDP nastaviti neznatno da raste do 2013. godine, a nakon toga će početi polako da smanjuje svoje učešće u BDP-u. U ovom scenariju, javni dug bi sve

vreme bio pod kontrolom i ne bi premašio granicu definisanu fiskalnim pravilima od 45% BDP-a. Ukoliko se međutim ne izvrši prilagođavanje fiskalnog deficita u narednoj godini, javni dug će gotovo izvesno preći granicu od 45% BDP-a. Veću opasnost od kršenja fiskalnih pravila zapravo predstavlja mogućnost da se nastavi trend rasta odnosa javnog duga i BDP-a. Ukoliko se ovaj neželjeni scenario ostvari, sa rastom odnosa javnog duga i BDP-a, rasli bi i troškovi servisiranja javnog duga, što bi ugrozilo makroekonomsku stabilnost i dovelo javne finansije u neodrživ položaj. Dodatni rizik za nekontrolisani rast javnog duga predstavlja rast izdatih garancija na zaduživanja javnih preduzeća. Dakle, stiče se utisak da je vrlo teško očekivati da se javne finansije u predviđenom roku stabilizuju, odnosno da se deficit svede ispod 3% GDP-a. Istina, od svih kriterijuma konvergencije upravo kod ova dva Srbija stoji najbolje.

Da bi Srbija uvela evro potrebno je provesti barem dve godine, i to uspešno, u ERM II. A u ERM II moguće je ući tek po ulasku u EU. Fluktuacije kursa dinara prema evru nisu male poslednjih desetak godina, iako je od kraja 2000. njihov intenzitet značajno smanjen. Ipak, valja podse-

titi na jedan esencijalni problem. Pred ulazak u EU biće potrebno liberalizovati u celosti kapitalne transakcije. Ohrabrujuće je što su one već sada najvećim delom liberalizovane, tako da ne bi trebalo očekivati veće promene tokova kapitala sa te osnove. Međutim, u kontekstu catching-up procesa (realne konvergencije), posebno ako se on primarno manifestuje u aprecijacijskim pritiscima (a ne u višim stopama inflacije), može se reći da postoji određena doza neizvesnosti u pogledu održavanja kursa u uskim okvirima fluktuacije (ovde se ne misli na $\pm 15\%$, koliko će biti potrebno u prvoj fazi boravak u ERM II, već na $\pm 2,25\%$, u periodu od najmanje dve godine pred ulazak u Evrozonu).

Indikativno je iskustvo Hrvatske. Naime, fluktuacije kursa kune prema evru su vrlo male već sedamnaest godina (u prilog tome može poslužiti prikaz kretanja kursa kune prema evru u tom periodu). Iako je postignuta stabilnost kursa neupitan uspeh, i uz to je postojeći režim kursa kompatibilan sa ERM II, ne može se zaključiti da Hrvatska već sada formalno ispunjava ovaj uslov.

ERM II je multilateralni aranžman, u okviru njega se utvrđuje centralni paritet date valute prema evru isključivo tako da se sve države zajedno dogovore oko jedinstveno-

ga centralnog pariteta. Pre svega se ocenjuje da li se kurs kretao blizu centralnog pariteta tokom te dve godine, odnosno unutar granica užeg intervala ($\pm 2,25\%$).¹⁰

Indikativne su reči poznatog američkog ekonomiste, Stiva Henkea, koji je, gostujući u Beogradu krajem juna 2011, rekao da bi za Srbiju bilo najbolje da fiksira kurs dinara i to uvođenjem valutnog odbora (faktički isto to ponovio je i septembra 2011. u glavnom gradu Srbije i nobelovac Mandel, „otac“ evra). Učestvujući da okruglom stolu na beogradskom Ekonomskom institutu on je naglasio da bi se time smanjili rizici, povećala predvidljivost poslovanja, pale kamatne stope, povećala likvidnost. Da li bi neka vrsta zakucavanja kursa, bilo kroz valutni odbor ili fiksni režim zaista dobra ekonomska odluka. U zavisnosti na kom nivou bi bilo izvršeno fiksiranje kursa (verovatno je da bi bila potrebna devalvacija od 15 do 25 od-

sto) inflacija bi bila ubrzana u narednim tromesečjima (pre svega usled rasta uvoznih cena, ali i pritiska na rast zarada i povećanje troškova). Kamatne stope bi relativno brzo bile stabilizovane i počele bi da padaju. Devizne rezerve od oko 10,4 milijardi evra bile bi sasvim dovoljan garant za ozbiljnost akcije, te bi odvratile špekulante. Devalvacija dinara snažno bi oborila realnu javnu potrošnju i dala predah i prostor državi da konačno osmisli više razvojno orijentisanu budžetsku politiku.

Šta su mogući problemi? Najveći rizik ovakve akcije je mogućnost da nagomilavanje realne aprecijacije dinara, usled inflacije više od one u zoni evra, bude suviše brzo. U tom slučaju, efekat cenovne konkurentnosti, koji bi bio postignut fiksiranjem, odnosno devalviranjem kursa, bio bi brzo izgubljen (što se već dešavalo posle 1965. ili 1990). Međutim, ako bi potrošačke cene u dve godine od početka operacije rasle po stopama nešto nižim od dvo-cifrenih, čini se da bi taj rizik bio izbegnut. Naime, posle tog prvog inflatornog udara, koji bi izvesno bio duplo manji od procenta obaranja dinara prema evru, inflatorna očekivanja i pritisci bi naglo pali. U tom slučaju u četvrtoj ili petoj godini mogli bi doći do nivoa inflacije od

¹⁰ Hrvatska narodna banka, Michael Faulend, Davor Lončarek, Ivana Curavić, Ana Šabić, „Kriteriji Europske unije s posebnim naglaskom na ekonomske kriterije konvergencije - Gdje je Hrvatska“, *Pregledi*, svibanj 2005.
<http://www.hnb.hr/publikac/pregledi/p-019.pdf>

oko četiri procenta. To je, imajući u vidu i nešto višu inflaciju na globalnom nivou (i EU), srednjoročno održiv nivo rasta cena koji, zbog bržeg rasta produktivnosti u Srbiji od one u EU (usled niske baze), ne bi ugrozio konkurentnost domaće razmene. Država bi pored realnog smanjenja bremena poreskih rashoda mogla da računa na povećan prihod i po osnovu emisije dobiti NBS, jer bi se povećala količina novca u opticaju. Takođe bi se i produbilo dinarsko finansijsko tržište, što bi omogućilo jeftinije finansiranje javnog duga.

Treba reći da i fleksibilne forme valutnog odbora (kakve npr. postoje u Bugarskoj ili Litvaniji) mogu da podrazumevaju tretman poslednjeg utočišta za banke koje su privremeno nelikvidne (u slučaju „juriša“ štediša na banke), određene kreditne aktivnosti, superviziju, poslove s državnim depozitima itd. Takođe, ostao bi i sistem osiguranja depozita banaka, odnosno građana. Pored toga, moguće je sačuvati verovatno najvažniji instrument NBS: obaveznu rezervu. Takođe, NBS bi mogla da nastavi s praksom kamatonosnih depozitnih olakšica (prekonoćni depoziti), kao i kreditnim olakšicama (mogućnost da se banke zaduže kod NBS kratkoročno). Devizne rezerve

bi u svakom slučaju morale da pokrivaju izdate novčanice i kovani novac, rezerve poslovnih banaka, nevladine i Vladine depozite, ranije date dugoročne kredite Vladi, nenaplaćene kredite date bankama i državni račun kod MMF-a. Sa fiskalnim rezervama Vlade u pasivi valutnog odbora (kao i kroz sistem povlačenja sredstava od MMF-a preko centralne banke) dala bi se mogućnost delovanja na količinu novčane mase, a ne samo na primarni novac.¹¹

Dakle, vidljivo je da Srbija ispunjava samo jedan od predloženih pet kvantifikovanih ciljeva (nivo javnog duga, mada će i on znatno porasti s troškovima restitucije, za oko šest procentih poena BDP-a). Ostali ciljevi su za sada daleko od ostvarenja. Valuta je nestabilna, inflacija vrlo visoka, kamatne stope jedne od najviših na Starom kontinentu, dok bi budžetski deficit tek 2013. mogao da uđe u planirane okvire pod uslovom da ispuštujemo famozna fiskalna pravila. Prinos na dinarske trogodišnje

¹¹ Ukoliko bi se npr. ovi depoziti iz monetarne baze preneli u komercijalne banke postali bi instrument domaće kreditne politike, čime bi se povećala kreditna sposobnost poslovnog bankarstva.

obveznice iznosi čak 14%. Evidentna je nestabilnost dinara prema evru, a Srbija nije član ERM II (dinar je aprecirao prema evru 3,7% u poslednjih godinu dana, dok je u poslednje dve godine dinar deprecirao prema evru 8,5%, što su svakako velike oscilacije monete). Inflacija iznosi visokih 10,5% međugodišnje u avgustu 2011. Pored kvantifikovanih ciljeva zemlja mora biti članica EU, što je trenutno čini se najteža prepreka. Pre ulaska u Evrozonu treba biti i u tzv. Evropskom valutnom mehanizmu, što, pre svega, podrazumeva relativnu stabilnost valute u roku od dve godine.

Na kraju valja naglasiti da odgovarajući domaći podaci u velikoj meri nisu metodološki usklađeni, pa tako ni usporedivi, s istom vrstom podataka za države članice EU. Ipak, ima i napretka i oni se pre svega odnose na podatke koji se tiču stabilnosti cena. Naime, RZS je već izradio harmonizovani indeks potrošačkih cena, koji je uglavnom usklađen s metodologijom Evrostata. Do ulaska Srbije u ERM II treba oceniti najprimereniju vrednost središnjeg pariteta dinara prema evru, a to je poduhvat koji se ne može meriti s poslom tehničkog usklađivanja metodologije.

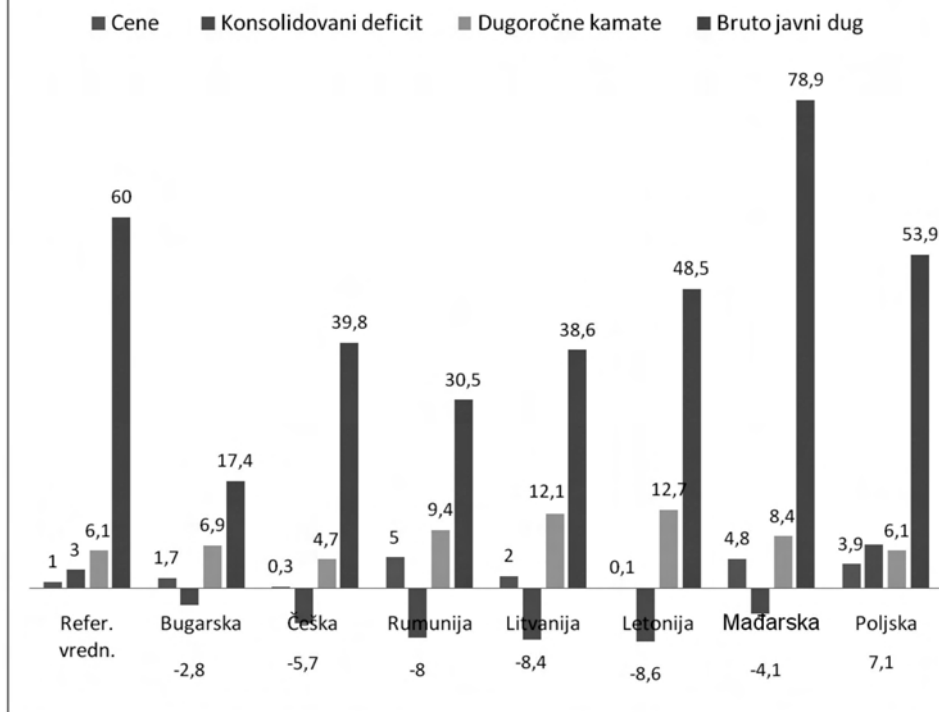
3. ISPUNJENOST KRITERIJUMA KONVERGENCIJE KOD ZEMALJA CENTRALNE I ISTOČNE EVROPE

Na grafikonu 2. su dati podaci o skoro uniformnoj (ne)ispunjenosti kriterijuma za ulazak u Evrozonu članica EU. Peti kriterijum, koji se odnosi na članstvo u ERM II (članice su samo Litvanija i Letonija), odnosno na dozvoljeno osciliranje kursa prema evru od $\pm 15\%$, a u drugoj fazi od $\pm 2,25\%$, praktično ispunjavaju samo fiksirane valute (lev i baltičke monete). Dakle, u skladu sa izveštajima o konvergenciji od strane Evropske komisije i Evropske centralne banke 2010, većina zemalja nije ispunjavala zadate kriterijume u periodu od aprila 2009. do marta 2010. Stanje se nije bitnije promenilo zaključno s krajem septembra 2011. Paradoks je da su sve zemlje EU obavezne da uvedu evro posle ispunjavanja datih kriterijuma (samo Britanija i Danska nemaju tu dužnost), ali to implicitno podrazumeva da same države odlučuju (da li i) kada će ući uvesti zajedničku monetu (ovo je bio propust autora pravila jer se pre krize podrazumevalo da će svi „juriti“ ka Evrozoni).

Kada su u pitanju zemlje regiona interesantno je da one u većoj meri ispunjavaju dobar deo kriterijuma

Grafikon 2
Kriterijumi konvergencije: referentna i ostvarene
vrednosti 2010 u zemljama centralne Evrope

<http://www.ecb.int/pub/pdf/conrep/cr201005en.pdf>



konvergencije, ali to na žalost ne govori o dobrom stanju njihovih ekonomija, već o nekim specifičnim okolnostima. Npr. to što javni dug i deficit nisu visoki posledica je nedovoljnog vremena da se te zemlje zaduže. Stabilnost kursa posledica je praktično fiksnih deviznih režima.

Na Tabeli 1. može se videti da je

kurs najčešće ispunjen kriterijum za zemlje regiona (Albanija, Makedonija, Crna Gora, BiH, Hrvatska; mada nijedna od ovih zemalja nije u ERM II, što je zahtevano, njegove članice su trenutno samo Litvanija, Letonija i Danska). I inflacija nije težak problem za većinu zemalja (Srbija tu najlošije stoji). Javni dug

je kod svih zemalja ispod kritičnog nivoa od 60% GDP-a, dok je budžetski deficit uglavnom iznad „dozvoljenih“ 3% GDP-a. Praktično nijedna zemlja nema dugoročne obveznice u domicilnim valutama (Crnoj Gori evro ipak nije sopstvena valuta).¹²

zaključno sa martom 2010 bila je -0,7%, znatno ispod referentne vrednosti od 1,0% za isti mesec, i verovatno će ostati ispod referentne vrednosti u narednom periodu. Cenovna stabilnosti u Estoniji je ocenjena kao održiva. Ipak, biće potreban aktivan angažman ekonomskih

**Tabela 1. Stanje kriterijuma konvergencije krajem septembra 2011:
zemlje Zapadnog Balkana i Turska**

	Inflacija (CPI; međugodišnji nivo 2011)	Fiskalni deficit 2011, % BDP (procena)	Javni dug 2011, % BDP (procena)	Stabilnost valuta
Albanija	4,0% (jul 2011)	-3,8%	58%	minimalne oscilacije
BIH	3,9% (jul 2011)	-3,5%	39%	valutni odbor
Hrvatska	2,0% (avgust 2011)	-5,75%	41%	minimalne oscilacije
Makedonija	4,5% (projekcija 2011)	-2,7%	40%	minimalne oscilacije
Crna Gora	3,6% (avgust 2011)	-3,1%	45%	uvela evro
Srbija	10,5% (avgust 2011)	-4,5%	42%	znatne oscilacije
Turska	6,7% (jul 2011)	-8,1%	40%	znatne oscilacije

Izvor: NBS, *The Economist*, centralne banke.

Poslednja zemlja koja je ušla u Evrozonu bila je Estonija. Izveštaj evropske komisije za tu zemlju napravljen je u martu 2010, a konačna odluka doneta je u julu iste godine. U izveštaju se akcentira ispunjenost svih pet kriterijuma.¹³ Prosečna inflacija tokom 12 meseci

vlasti da se zadrži inflacija na niskom nivou, posebno kroz održavanje umerene fiskalne politike. Konsolidovani budžetski deficit je 1,7% BDP-a u 2009, uprkos padu nominalnog GDP-a od čak 15%. Očekuje se da deficit iznosi po 2,5% 2010. i 2011. prema preцени EK. Javni dug

¹² Crna Gora i Albanija su izdale petogodišnje obveznice u evrima po stopi prinosa od 7,25-7,5% početkom 2011.

¹³ IP/10/562, Brussels, 12 May 2010, Convergence Report 2010 by the Commission assesses readiness of non-euro area EU countries to adopt the euro; proposes Estonia joins euro area in 2011. http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/2010-05-12-convergence_report_2010_en.htm

iznosio je samo 7,2% BDP-a 2009, znatno ispod Mاستrihtske granice i tako će ostati, iako se predviđa da će javni dug rasti do 2013. Estonija nema repernih dugoročnih državnih obveznica. Perpcpcija finansijskog tržišta u pogledu rizika Estonije, odnosno održivosti konvergencije, podržava pozitivnu ocenu o ispunjenosti kriterijuma dugoročne kamatne stope. Estonija je bila član ERM II od 28. juna 2004. U dvogodišnjem periodu koji se završava 23. aprila 2010, estonska kruna nije bila predmet ozbiljnih tenzija i nije bilo odstupanja od ERM II centralnog kursa. Na kraju, i estonski zakoni u monetarnoj oblasti su kompatibilni sa zakonodavstvom EU.

ZAKLJUČAK

Postavlja se pitanje zašto je potrebno da zemlje usvoje stroge kriterijume da bi ušle u Evrozonu. Ako bi npr. zemlja po uvođenju evra imala višu nego dozvoljenu stopu inflacije tokom godina njen realni efektivni kurs bi aprecirao, i time značajno smanjio konkurentnost njene privrede i uticao bi negativno na platni bilans i, posledično na rast spoljnog duga. Visok budžetski deficit (veći od 3%) podigao bi javni dug, te bi se povećala budžetska sredstva potreb-

na za njegovo servisiranje. Ovo bi dovelo do efekta „istiskivanja“ privatnih investicija, jer bi država morala da se pojačano zadužuje na finansijskom tržištu. Pored toga, došlo bi i do rasta prinosa na državne obveznice, a time i do rasta opštih kamatnih stopa, što bi se negativno odrazilo na kreditnu i privrednu aktivnost (primer ovakvog razvoja događaja su „PIIGS“, pre svega Grčka). Limitiran nivo javnog duga kao i visina kamatnih stopa su, dakle, snažno povezani s visinom budžetskog deficita. Na kraju uslov relativne stabilnosti nacionalne monete u godinama pre uvođenja evra uključuje više elemenata ukupne makroekonomske stabilnosti (npr. kod zemlje s valutom koja godinama blago nominalno deprecira pri fiksiranju za evro moglo bi doći do pojačanog trošenja deviznih rezervi).

Eventualna evroizacija nudi prednosti, naročito u rešavanju problema akumulacije duga u devizama, smanjila bi se neizvesnost i obnovilo poverenje. Evro povećava poverenje u finansijski sistem, i utiče na smanjenje kamatnih stopa i inflacije. Data zemlja bi izgubila emisionu dobit, ne bi mogla da vodi monetarnu politiku (koja je, iako limitirana, ipak instrument prilagođavanja na šokove), ne bi mogla da „prilagođavanjem“ (čitaj

obaranjem) kursa ublažava spoljnu neravnotežu.

Jasno je da Srbija praktično ne ispunjava kvantifikovane ciljeve, odnosno kriterijume konvergencije. Pored toga, zemlja prvo mora biti članica EU, a pre ulaska u Evrozonu treba da bude i u tzv. Evropskom valutnom mehanizmu. Dakle, dinar je nestabilan i ranjiv, inflacija vrlo visoka, kamatne stope su dvocifrene, fiskalni deficit je relativno visok (istina, fiskalna konsolidacija će (in)direktno omogućiti i relativno snižavanje dugoročnih kamatnih stopa). Zaključak je jasan, Srbija je još daleko od ulaska u Evrozonu.

Valja podvući da jednom kada se uspe zadovoljiti paket Mastroitskih kriterijuma i kada se uvede evro, naporan posao neće biti gotov. Tada tek sledi trajan napor da se svi kriterijumi permanentno ispunjavaju i time osigura konkurentnost domaće ekonomije u EU.

Indikativno je da je i sama kriza Evrozone na neki način posledica neispunjavanja kriterijuma konvergencije, ovoga puta kod zemalja koje su članovi zone evra.¹⁴ Ako posmatramo inflaciju 2003-2011. za Evrozo-

nu, Italiju, Španiju, Grčku i Britaniju konvergencija je navise ispoljena 2008-09. Sveukupno posmatrano, zajednička monetarna politika je pokazala ozbiljne nedostatke u pogledu kontrole inflatornih pritisaka u Evrozoni. Realne kamatne stope su bile niske od 2007. i čak negativne. Konvergencije kamatnih stopa nije bilo; raspon je povećan 2005-2011. a jasno je da monetarna politika ne može biti dobro vođena sa nultim kamatnim stopama. Razlike između fiskalnih deficita članica EU su ogromne: Irska, Britanija, Španija, Portugalija i Grčka se kreće u rasponu 10% +2 p.p. (samo Švedska i Finska postignu su nivo do 3% fiskalnog deficita). U celini, dug Evrozone se povećao na 87% u 2011. i projektovan je da raste na 88% u 2012. Rasponi između javnih dugova zemalja članica su ogromni (od 20% do 130% BDP-a). Realni efektivni kurs evra je aprecirao za 15% od 2000. do avgusta 2011, juna za 12%, a deprecirao kod jena -17%, i dolara -18% (istina, tokom septembra 2011. dolar je snažno ojačao prema evru, za 7-8%).

Budući da Srbija evro ne može usvojiti preko reda (kao Crna Gora ili UNMIK-Kosovo) ostaje nam da ispunimo kriterijume konvergencije, odnosno ulaska u Evrozonu. Po-

¹⁴ <http://dbhowmik.blog.com/2011/08/08/euro-crisis-%E2%80%93-the-convergence-criteria/>

jednostavljeno zahteva se: niska inflacija, stabilna valuta, nizak nivo deficita javne potrošnje, održivost javnog duga kao i relativno niske kamatne stope. Istina, kriterijumi su pomalo čudni jer se odnose na celu EU, a ne na Evrozonu, kada su kamate i inflacija u pitanju. Treba reći su Belgija i Italija ušle u Evrozonu sa javnim dugom iznad 110% GDP-a, a da su Finska i Italija učestvovala u ERM II u periodu koji je kraći od dve godine.

Evro bi mogao da postane i naš novac početkom sledeće decenije, pod uslovom da krajem ove deкаде, ili nešto kasnije, uđemo u EU. Naime, otprilike da je tri do četiri godine potrebno, barem tako govore iskustva novih članica EU (npr. Slovenije, Kipra, Malte, Slovačke), da se posle ulaska u EU ispune uslovi i za uvođenje evra.

LITERATURA

1. Afxentiou Panos, „Convergence, the Maastricht Criteria, and Their Benefits“, *The Brown Journal of World Affairs*, Winter/Spring 2000 – Volume VII Economics University of Calgary. <http://www.watsoninstitute.org/bjwa/archive/7.1/Essays/Afxentiou.pdf>
2. Babecký J, Bulíř A, Šmídková K. (2010) „Sustainable Real Exchange Rates in the New EU Member States: What did the Great Recession Change?“ *IMF Working Paper*, June 2010.
3. Fiskalni savet Republike Srbije, *Mišljenje na nacrt izveštaja o fiskalnoj strategiji za 2012. godinu sa projekcijama za 2013. i 2014*, Beograd, 20. jun 2011.
4. Frieden J, Leblang D, Valev N. (2010), „The political economy of exchange rate regimes in transition economies“, *The Review of International Organizations*, Volume 5, Number 1, 1-25, DOI: 10.1007/s11558-009-9072-7.
5. IP/10/562, Brussels, 12 May 2010, *Convergence Report 2010 by the Commission assesses readiness of non-euro area EU countries to adopt the euro; proposes Estonia joins euro area in 2011*. http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/2010-05-12-convergence-report_2010_en.htm
6. *Kvartalni monitor*, br. 21. „Uvodnik“, CEVES, Ekonomski fakultet, Beograd, 2011.
7. Hrvatska narodna banka, 2005, Michael Faulend, Davor Lončarek, Ivana Curavić, Ana Šabić, „Kriteriji Europske unije s posebnim naglaskom na ekonomske kriterije kon-

- vergencije - Gdje je Hrvatska“, *Pregledi*, svibanj 2005.
<http://www.hnb.hr/publikac/pregledi/p-019.pdf>
8. *MAT*, br. 7/2011. Ekonomski institut, Beograd.
9. *Memorandum Narodne banke Srbije o utvrđivanju ciljne stope inflacije za period od 2010. do 2012. godine*, NBS, Beograd
10. NBS, 2011, *Izveštaj o inflaciji*, Avgust 2011. Beograd.
11. http://www.nbs.rs/internet/latini-ca/15/konferencije_guvernara/pri-lozi/20110912_DS_prezentacija.pdf
12. <http://www.ecb.int/pub/pdf/con-rep/cr201005en.pdf>
13. <http://dbhowmik.blog.com/2011/08/08/euro-crisis-%E2%80%93-the-convergence-criteria/>

Rad primljen: 03. 10. 2011.

UDK: 336.748.4;338.246.2:336.74

JEL: E 52

Stručni rad

DINARIZACIJA: NEIZVODLJIVA STRATEGIJA *

DINARIZATION: IMPRACTICABLE STRATEGY

Dr Vlastimir VUKOVIĆ

Institut ekonomskih nauka, Beograd

Rezime

Početkom ove 2011. godine Narodna banka Srbije je inaugurisala strategiju tzv. dinarizacije, odnosno veće upotrebe dinara u finansijskom sistemu, s ciljem da poboljša stepen finansijske stabilnosti zemlje, umanja rizik od promene deviznog kursa i ojača efikasnost monetarne politike. Pri tome je neobično biranje cilja koji većina centralnih banaka u evropskim tranzicionim zemljama nije ostvarila, mada su sve bile uspješnije od NBS u realizaciji osnovnog cilja monetarne politike – cenovne stabilnosti. Oficijelni pojam i ciljevi dinarizacije ukazuju da su zamenjeni uzroci

* Ovaj rad je deo istraživačkih projekata pod šiframa 47009 (*Evropske integracije i društveno-ekonomske promene privrede Srbije na putu ka EU*) i 179015 (*Izazovi i perspektive strukturnih promena u Srbiji: Strateški pravci ekonomskog razvoja i usklađivanje sa zahtevima EU*), finansiranih od strane Ministarstva za nauku i tehnološki razvoj Republike Srbije.

i posledice: veća upotreba dinara moguća je samo ako se prethodno stabilizuje finansijski sistem, smanji devizni rizik i monetarna politika postane kredibilna.

Osnovna hipoteza ovog istraživanja je da takva dinarizacija predstavlja pokušaj bez izgleda na uspeh, koji samo prikriva ključne probleme – reputaciju centralne banke i kredibilnost njene monetarne politike. Posledice su visoka inflaciona očekivanja i rast opšteg nivoa cena koji Srbiju svrstava među najinflatornije zemlje u Evropi i svetu. Ekstremna domaća evroizacija, koja je u ovoj analizi fokusirana, predstavlja nerešiv problem. Beznadežnosti strategije dinarizacije dokazana je iskustvima evropskih tranzicionih zemalja s različitim strategijama monetarne politike. Istovremeno je utvrđeno da bi se određena deevroizacija mogla ostvariti samo u procesu dezinflacije, koji zahteva adekvatnu monetarnu strategiju. U slučaju Srbije to je strategija stabilizacije deviznog kursa, ali samo u rigidnoj varijanti fiksiranja, odnosno njenog javnog objavljivanja i garantovanja. Iznete pretpostavke ispunjava samo valutni odbor. Primena ove strategije oborila bi inflaciju ispod 5% i trajnije stabilizovala opšti nivo cena, ublažila dramatičnu podmonetizovanost domaće ekonomije, poboljšala likvidnost, umanjila ogromne troškove monetarne politike i donela neophodnu makroekonomsku stabilnost. Posledično, donekle bi se smanjio i nivo domaće evroizacije.

Ključne reči: MONETARNA POLITIKA, (DE)EVROIZACIJA, DINARIZACIJA, DEVIZNI KURS, STABILNOST CENA, TARGETIRANJE INFLACIJE, KREDIBILNOST, VALUTNI ODBOR.

Summary

At the beginning of 2010, the National Bank of Serbia represented the strategy of so-called dinarization or greater usage of dinar in financial system with the purpose of improving the financial stability of the country, lessen the risk of exchange rate changes and strengthen the monetary policy efficiency. At this, it is very unusual to choose the goal, which most transition countries have not achieved so far and each of them have been more

successful than NBS in realizing the fundamental goal in a monetary policy – price stability. The official term and goals of dinarization show that causes and consequences are substituted; greater dinar usage is possible only if the financial system is stabilized first, exchange rate risks lessened and monetary policy becomes credible.

Basic hypothesis of this research is that dinarization becomes an attempt without chances to success, covering the key problems – the central bank reputation and monetary policy credibility. The consequences are high expectations about inflation and growth of general price level, which puts Serbia in the group of countries with the highest inflation in Europe and the world. The extreme domestic euroization, focused in this analysis, becomes the unsolvable problem. Hopelessness in the strategy of dinarization has been proved by the experience of European transition countries with different monetary policy strategies. At the same time, it is determined that some certain level of de-euroization could be accomplished in the disinflation process, which demands an adequate monetary policy. In Serbia's case, it is the exchange rate stabilization strategy, but only in some rigid form of fixation, instead of its public announcement and guarantee. These given assumptions are fulfilled by the currency board. The application of this strategy would reduce the inflation under 5% and stabilized the general price level for a longer period, lessen the dramatic submonetization of domestic economy, improve liquidity, reduce the enormous monetary policy costs and bring macroeconomic stability. Consequently, it would also reduce the level of domestic euroization in some level.

Key words: MONETARY POLICY, (DE)EUROIZATION, DINARIZATION, EXCHANGE RATE, PRICE STABILITY, INFLATION TARGETING, CREDIBILITY, CURRENCY BOARD.

UVOD

Narodna banka Srbije (NBS) promovisala je početkom ove godine strategiju tzv. dinarizacije, odnosno *veće upotrebe dinara u finansijskom sistemu*, s ciljem da *poboljša stepen finansijske stabilnosti zemlje, umani rizik od promene deviznog kursa i ojača efikasnost monetarne politike* (NBS 2011, str. ii). Pored neuobičajenog naziva, neobično je i to što je izabran cilj koji većina centralnih banaka u evropskim tranzicionim zemljama nije ostvarila, mada su sve bile uspješnije od NBS u realizaciji osnovnog cilja monetarne politike – cenovne stabilnosti. Cenovnu nestabilnost potvrđuje ne samo poređenje s drugim zemljama, već i odstupanje stvarne od ciljane stope inflacije, koju je utvrdila sama centralna banka.¹

Navedeni pojam i ciljevi dinarizacije pokazuju da su zamenjeni uzroci i posledice: veća upotreba dinara moguća je samo ako se prethodno stabilizuje finansijski sistem, smanji

devizni rizik i monetarna politika postane kredibilna. Osnovna hipoteza ovog istraživanja je da dinarizacija predstavlja pokušaj bez izgleda na uspeh. Na taj način se samo odlaže suočavanje sa fundamentalnim problemima – reputacijom centralne banke i javnom percepcijom njene monetarne politike kao nedovoljno kredibilne. Posledica su visoka inflaciona očekivanja i rast opšteg nivoa cena koji Srbiju svrstava među najinflatornije zemlje u Evropi i svetu.²

Razmere domaće evroizacije posebno su ispitivane, pošto analize NBS fokusiraju kredite banaka, parcijalno razmatraju depozite i potpuno zanemaruju najšire monetarne agregate. Zbog utvrđivanja stvarnih kauzalnih veza, analizirani su uzroci evroizacije, dok su njene poznate posledice samo delimično obuhvaćene ovim istraživanjem. Nakon dokaza beznadežnosti dinarizacije, razmotrene su alternativne monetarne strategije, koje bi omogućile od-

¹ NBS (2009), *Memorandum Narodne banke Srbije o utvrđivanju ciljane stope inflacije za period od 2010. do 2012. godine*. Monetarna strategija targetiranja inflacije prvi put je primenjena na Novom Zelandu i podrazumevala je da ugovor između parlamenta i centralne banke sadrži ciljani raspon (koridor) inflacije.

² Srbija je 2005. godine, sa inflacijom od 17,7%, spadala među 30 najinflatornijih zemalja sveta. Naime, iste godine su 193 zemlje, od 223 koje su statistički praćene, imale inflaciju ispod 10%, a 149 od njih su svele stopu inflacije ispod 5% (Mishkin, 2006).

ređenu deevroizaciju u procesu dezinflacije. Primenljivost i delotvornost raspoloživih strategija ocenjivana je na osnovu iskustava evropskih tranzicionih zemalja koje ih sprovode.

Nakon ovog uvoda sledi analiza, sistematizovana u pet međusobno povezanih delova: (1) strategija dinarizacije: pojam, ciljevi i mere NBS, (2) merenje dinarizacije (evroizacije), (3) iskustva deevroizacije u tranzicionim zemljama, (4) (ne)ostvarljivost željene dinarizacije u Srbiji i (5) mogućnosti dezinflacije i delimične deevroizacije. Na kraju se u zaključku sumiraju rezultati prezentiranog istraživanja i najvažnije preporuke za kreatore monetarne politike u Srbiji.

1. STRATEGIJA DINARIZACIJE: POJAM, CILJEVI I MERE NBS

Već nekoliko godina NBS povremeno objavljuje Analize isplativosti dinarske i devizne štednje, koje sugerišu da je gotovo uvek³ kamatni prihod od oročenih dinarskih uloga veći nego od deviznih

depozita iste ročnosti. Na kraju ovih analiza obavezno se konstatuje da se nikada sa sigurnošću ne može tvrditi koja će štednja biti isplativija u budućem periodu, kao i da je *uglavnom bilo isplativije štedeti u dinarima nego u devizama, pogotovo na duže rokove, pre svega zahvaljujući znatno višim kamatnim stopama na dinarsku u odnosu na deviznu štednju, ali i povoljnijem poreskom tretmanu dinarske štednje, s obzirom na to da se od 2005. godine ne plaća porez (V.V.) na prihode od kapitala na dinarsku štednju* (NBS 2010, str. 7).

Uprkos navedenim sugestijama, koje bi uvek većina medija prenela, kao i raznim strategijama i merama monetarne politike, rezultat je poražavajući. Udeo dinarskih depozita stanovništva, uglavnom transakcionih, kreće se oko 2%, što ukazuje na potpuno nepoverenje javnosti u nacionalnu valutu i njenog emitenta. Veće učešće dinara u ukupnoj novčanoj masi posledica je neophodnosti držanja dinarske gotovine i značajnih iznosa na tekućim računima preduzeća i finansijskih institucija, radi obavljanja svakodnevnih plaćanja. Evroizacija kredita takođe je izuzetno visoka, mada je NBS svojim merama favorizovala dinarske plasmane banaka.

³ Analiza je pokazala da je u proteklih deset godina uglavnom bilo isplativije štedeti u dinarima (NBS 2010, str. 7).

Nesumnjivo je da su izrazito nezadovoljavajući rezultati motivisali Centralnu banku da uz aktuelnu monetarnu strategiju eksplicitnog targetiranja inflacije promoviše i strategiju neuobičajenog imena: dinarizacija. Naime, dedolarizacija ili deevroizacija je često jedan od ciljeva monetarne politike u zemljama sa dvovalutnim sistemom i upravo tako se i imenuje. Neobično je da se dinarizuje valutno područje na kome je dinar zakonsko sredstvo plaćanja, jer bi ovaj naziv odgovarao situaciji u kojoj je dinar rezervna valuta neke druge zemlje. Potenciranje ekspanzije dinara u zemlji verovatno je primarni razlog ovakvog naziva, čiji sadržaj otkriva oficijelna definicija.

Prema NBS (2011), dinarizacija je veća upotreba dinara u finansijskom sistemu i bolja usklađenost valutne strukture prihoda i rashoda nebankarskog sektora. Centralna banka odmah zatim ističe da bi ovako određena dinarizacija poboljšala stepen finansijske stabilnosti zemlje, umanjila rizik od promene deviznog kursa u najranjivijim sektorima privrede i ojačala efikasnost monetarne politike (NBS 2011, str. ii).

Navedeno određenje i oficijelni ciljevi dinarizacije upućuju na zaključak da je upotreba dinara u domaćem finansijskom sistemu mala,

da valutna struktura prihoda i rashoda nebankarskog sektora nije usklađena, da stepen finansijske stabilnosti zemlje nije zadovoljavajući, da postoji visok rizik od promene deviznog kursa u najranjivijim sektorima privrede i da monetarna politika nije dovoljno efikasna.

Ideju kreatora strategije dinarizacije mogu pojasniti mere koje su predviđene za njenu realizaciju, zbog čega je najbolje razmotriti ih u celosti. *Strategija dinarizacije u Srbiji zasni-va se na aktivnostima koje se mogu objediniti u tri međusobno povezana stuba. Prvi stub strategije dinarizacije je najopštijeg karaktera, ali ujedno i najvažniji. Mere u okviru ovog stuba podrazumevaju aktivnosti usmerene ka uspostavljanju makroekonomskog okruženja koje karakteriše niska i stabilna inflacija, stabilan finansijski sistem i održiv privredni rast. Drugi stub strategije obuhvata mere usmerene na aktivno promovisanje dinarskih instrumenata i tržišta, s posebnim akcentom na razvoj tržišta dinarskih obveznica. Razvoj dinarske krive prinosa je važna okosnica ovog stuba. Treći stub ima za cilj unapređenje zaštite od postojećih deviznih rizika u nebankarskom sektoru i destimulisanje daljeg jačanja tih rizika. Narodna banka Srbije će predvoditi napore u ovoj oblasti sarađujući s ban-*

karskim sektorom na uvođenju i razvoju osnovnih instrumenata zaštite od deviznog rizika kako na međubankarskom tržištu, tako i u poslovanju s klijentima (NBS 2011, str. iii).

Usmerenje prvog stuba dinarizacije na makroekonomsko okruženje s niskom i stabilnom inflacijom, stabilnim finansijskim sistemom i održivim privrednim rastom pokazuje da su kreatori strategije ipak imali u vidu stabilnost cena i finansijskih tržišta kao nužan preduslov izvesne deevroizacije. Stabilnost deviznog kursa očigledno nije bitna u skladu s postavkom domaćih monetarnih vlasti da bi intervencije na deviznom tržištu trebalo minimizirati. Navođenje održivog privrednog rasta je sasvim zbunjujuće, jer implicira ciljeve koji nisu institucionalizovani⁴ i neku novu, diskrecionu i adaptibilnu monetarnu politiku? Uočava se, na kraju, da ciljana dinarizacija nije kvantifikovana, tako da se njeni rezultati ne mogu proveriti, niti iko može biti odgovoran za neuspeh!

Mere dinarizacije u prvom ovogodišnjem kvartalu bile su raznovrsne. *Podršku procesu dinarizacije u*

toku prvog tromesečja 2011. Narodna banka Srbije je pružala kroz instrumente monetarne politike (obavezna rezerva, krediti za likvidnost, svop aukcije deviza), prudencijalne mere (likvidna potraživanja banke) i edukativne aktivnosti (konferencije na temu zaštite od deviznog rizika) (NBS 2011, str. 10).

U drugom kvartalu su uglavnom pooštrevane postojeće mere. Podršku procesu dinarizacije u toku drugog tromesečja 2011. Narodna banka Srbije je nastavila da ostvaruje pre svega kroz prudencijalne mere. Radi smanjivanja rizika u finansijskom sistemu koji proizilazi iz visokog učešća kredita odobrenih u stranoj valuti ili dinarima s deviznom klauzulom, i daljeg usmeravanja građana ka zaduživanju u dinarima, Narodna banka Srbije je u maju usvojila odluku o merama za očuvanje u jačanje stabilnosti finansijskog sistema. Odluka je stupila na snagu 30. juna, a novim setom mera postavljani su dodatno zahtevi za devizno i devizno indeksirano kreditiranje fizičkih lica. Pored toga, stopa obaveznog izdvajanja na devizne izvore ročnosti do dve godine utvrđena je na nivou od 30%, što je znatno više u odnosu na stopu za dinarske izvore iste ročnosti, koja je utvrđena na nivou od 5% (NBS 2011a, str. 10).

⁴ Među institucionalnim ciljevima NBS ne spominje se privredni rast (Zakon o Narodnoj banci Srbije, čl. 3, *Sl. Glasnik Republike Srbije*, br. 85/2005 i 44/2010).

Apostrofirane mere pokazuju da je strategija dinarizacije u ovoj godini sprovedena dodatnim troškovnim opterećivanjem dominantnih deviznih izvora i destimulisanjem deviznih i indeksiranih kredita. Očigledno je da NBS nastoji da primora domaće banke, zajmotražioce i štediše na prihvatanje deviznog rizika, ali ti pokušaji, kao i sve administrativne mere, ne mogu dati željene rezultate. Istovremeno se može uočiti nedostatak mera koje bi doprinele većoj reputaciji NBS, kredibilitnosti njene monetarne politike i poverenju u nacionalnu valutu.

2. MERENJE DINARIZACIJE (EVROIZACIJE)

Kao ključni pokazatelj za praćenje stepena dinarizacije i komunikaciju s javnošću s tim ciljem, Narodna banka Srbije koristi učešće dinarskih plasmana u ukupnim plasmanima koji su odobreni privredi i stanovništvu... Kao dodatne pokazatelje (V.V.) za praćenje stepena dinarizacije finansijskog sistema Narodna banka Srbije koristi i učešće dinarskih kredita u ukupnim novoodobrenim kreditima privredi i stanovništvu, učešće dinarskih depozita u ukupnim depozitima privrede i stanovništva i

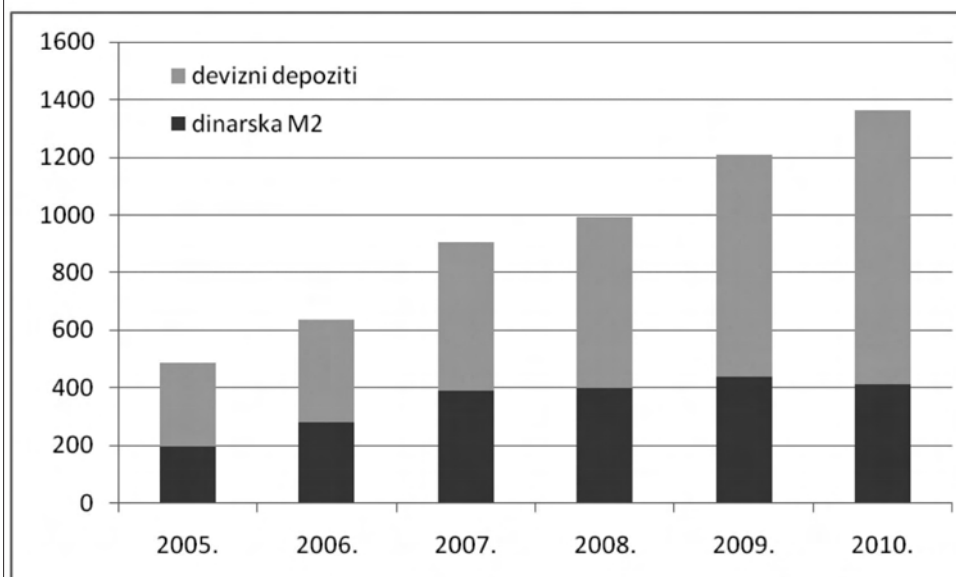
učešće dinarskog duga u ukupnom javnom dugu (NBS 2011, str. 5).

Prema poslednjem Izveštaju o dinarizaciji finansijskog sistema udeo dinarskih plasmana u ukupnim plasmanima privredi i stanovništvu krajem juna bio je manji od trećine, pri čemu su najveći deo ovih dinarskih kredita činili krediti **subvencionisani** od strane države. Gotovo istu valutnu strukturu imali su i novoodobreni krediti. S druge strane, učešće dinarskih depozita u ukupnim depozitima privrede i stanovništva bilo je manje od 20%, dok se za dinarsku štednju navodi da je **skromna**, bez preciziranja skromnosti. Indikativna je i konstatacija o njenoj ročnosti: najveći deo dinarske i devizne štednje i dalje je oročen na kratak rok. Na kraju, polovinom godine dinarska komponenta duga činila je 18,5% ukupnog javnog duga (NBS 2011, str. 5-8). Evroizacija je, prema svim skiciranim navodima iz Izveštaja NBS, očigledno ekstremno visoka. Ipak, za obuhvatnu analizu bilo je neophodno kompletirati skicirane nalaze dodatnim grafikonima i pokazateljima domaće evroizacije, počevši od najširih monetarnih agregata – dinarske novčane mase M2, deviznih depozita i ukupne novčane mase M3.

Procentualno učešće M2 u M3 neprekidno je opadalo u drugoj polovini protekle decenije – sa 44% krajem 2006. na svega 30,2% krajem 2010! Srazmerno smanjivanju udela dinara, raslo je učešće deviznih depozita, najčešće u evrima. Naredni grafikon jasno ilustruje stagnaciju agregata M2 od kraja 2007. godine.

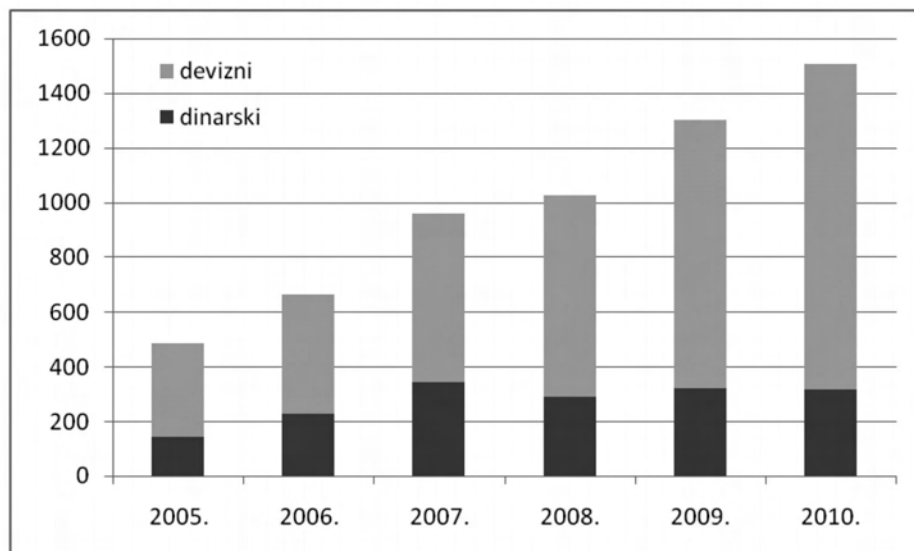
Suvišno je naglašavati kakvo mađioničarstvo predstavlja vođenje monetarne politike na valutnom prostoru kojim dominira strani novac (sa 70,1% učešća polovinom tekuće godine). Značajnije potiskivanje ovako dominantnog stranog novca takođe spada u oblast iluzionizma. Slična je situacija i sa odnosom dinarskih i deviznih depozita.

Grafikon 1. Dinarska novčana masa M2 i devizni depoziti (milijardi dinara)



Izvor: NBS, Statistički bilten – avgust 2011.

Grafikon 2. Dinarski i devizni depoziti (milijardi dinara)



Izvor: NBS, Kontrola poslovanja banaka – Kvartalni izveštaji.

Na prvi pogled se uočava da dinarski depoziti (M2 bez gotovog novca) opadaju od 2007, mada neravnomerno⁵, tako da su devizni depoziti na kraju 2010. dostigli gotovo 80% svih depozita u bankama! S obzirom da je taj udeo samo četiri godine ranije iznosio 65,9%, jasno je da se radi o ubrzanoj evroizaciji. Po-

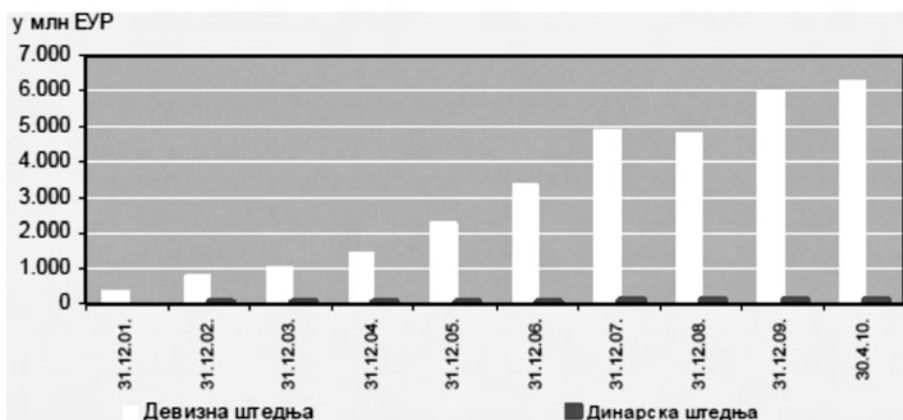
tiskivanje dinarskih depozita pokazuje poređenje njihovog prosečnog učešća krajem godine u periodu 2005-2007. i 2008-2010. Prve tri godine prosečan udeo dinarskih depozita iznosio je 33,1%, a naredne tri 24,6%!

Najprecizniji pokazatelj poverenja javnosti u nacionalnu valutu ipak je valutna struktura štednje stanovništva, koju pokazuje naredni grafikon NBS.

Međutim, grafikon prikriva minorizaciju dinarske štednje, jer je grafički prikaz udela koji oscilira

⁵ Poređenje grafikona 1 i 2 pokazuje da su dinarski i devizni depoziti veći od ukupne novčane mase (?), što je najverovatnije posledica metodoloških razlika između biltena i kvartalnih izveštaja.

Grafikon 3. Dinarska i devizna štednja u periodu od 2001. do 2010. godine



Izvor: NBS 2010, str. 1.

oko 2% teško vizuelno porediti sa predominantnih 98%. Pri tome je očigledno da najveći deo dinarske štednje predstavljaju tekući računi građana, namenjeni transakcionim potrebama. Jednom rečju, radi se o totalnom nepoverenju u dinar kao nacionalnu valutu.

Evroizacija je još ekstremnija ukoliko se ima u vidu da statistički nije i ne može biti evidentiran strani novac u obliku gotovine (efektiva), bez obzira da li je tezaursan ili služi gotovinskim transakcijama. Kada bi se ova efektiva mogla utvrditi, kao što je to slučaj s gotovinom u domaćoj valuti, pokazalo bi se da je udeo dinarske M2 u ukupnoj novčanoj masi M3 još manji, kao i

učešće dinarskih depozita u ukupnim depozitima i dinarske štednje u ukupnoj štednji.

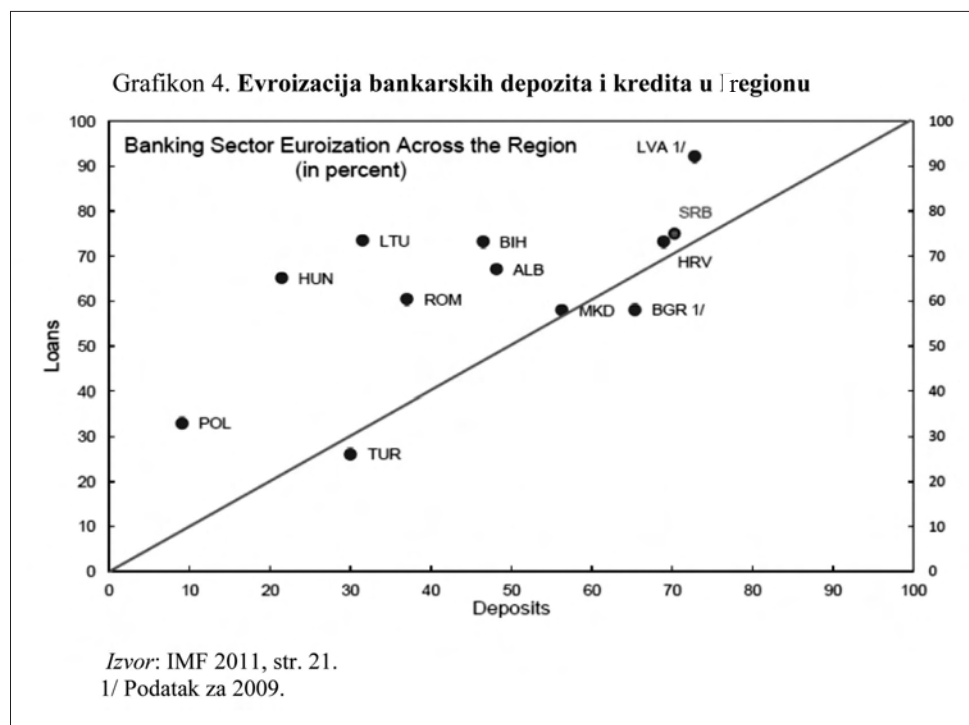
Stepen evroizacije tranzicionih ekonomija u širem okruženju pokazuje grafikon 4 u narednom odeljku. Prema evroizaciji bankarskih kredita i depozita u 2010. godini, Srbija je bila druga sa preko 70%, odmah iza Letonije. Međutim, pre poslednje globalne finansijske krize domaća ekonomija je bila neprikosnoveno prva po evroizovanosti (Dvorsky i ostali, 2008).

Detaljnijom analizom navedenog grafikona mogu se utvrditi dometi deevroizacije 11 tranzicionih ekonomija u našem užem i širem okruženju, .

3. ISKUSTVA DEEVROIZACIJE U TRANZICIONIM ZEMLJAMA

Najniži nivo evroizacije depozita i kredita ostvaren je u Poljskoj, što je izuzetan rezultat, s obzirom na fluktuirajući devizni kurs. Ipak, to je

ske, krediti primetno evroizovaniji od depozita (većina tačaka na grafikonu je iznad linije od 45o), odakle se može zaključiti da su banke znatno osetljivije na devizni rizik (i imaju daleko veću tržišnu moć) od stanovništva i preduzeća.



izuzetak, jer je u ostalim tranzicionim zemljama stepen evroizacije neuporedivo viši, posebno u našem neposrednom okruženju (Crna Gora nije mogla biti grafički prikazana, jer je njena evroizacija stopostotna).

Indikativno je da su u svim ovim zemljama, izuzev Bugarske i Tur-

Prema stranim analitičarima, kreditna evroizacija (dolarizacija) determinisana je evroizacijom (dolarizacijom) depozita i željom banaka da imaju ujednačenu neto deviznu poziciju. S druge strane, hedžing deviznog rizika putem forvorda najčešće se preporučuje kao

metod smanjivanja evroizacije, odnosno dolarizacije (Luca i Petrova, 2008). Srbiji i ostalim tranzicionim zemljama u širem okruženju preporučivane su i mnoge druge mere za snižavanje stepena evroizacije.⁶ Sve predlagane mere po pravilu su administrativne restrikcije, koje ne zadiru u suštinski uzrok evroizacije – nepoverenje javnosti u nacionalnu valutu.

Rezistentnost evroizacije prema stabilnosti cena i deviznog kursa, odnosno prema primenjenim strategijama monetarne politike, sigurno je najvažniji zaključak koji proizilazi iz prethodnog grafikona. Hrvatska već deceniju i po ima izuzetno nisku inflaciju i de facto fiksni devizni kurs, ali je nivo depozitne i kreditne evroizacije gotovo identičan kao u Srbiji, koju karakteriše visoka oscilirajuća inflacija i izrazito fluktuirajući devizni kurs! Bugarska i Bosna i Hercegovina imaju devizni kurs fiksiran valutnim odborom, ali je i njihova evroizacija veoma visoka. Isti slučaj je i s Makedonijom, mada i ona ima de facto fiksni devizni kurs i nižu prosečnu stopu inflacije od većine zemalja – članica EU.

Međutim, nepoverenje u nacionalnu valutu i njenog emitenta –

centralnu banku, karakteriše i druge evropske tranzicione zemlje, a ne samo jugoistočne. Estonija je na početku ove godine ušla u EMU direktno iz valutnog odbora, ne ispunivši ni jedan Mاستrihtski kriterijum konvergencije, izuzev stabilnosti deviznog kursa.

4. (NE)OSTVARLJIVOST ŽELJENE DINARIZACIJE U SRBIJI

Narodnoj banci Srbije se ne mogu osporavati brojni pokušaji deevroizacije i još brojnije mere za njeno ostvarivanje. Uprkos dobrim namerama, rezultati su porazni – dinar u Srbiji služi gotovo isključivo za transakcione potrebe, dok je strani novac znatno dominantniji u ovoj 2011. godini nego deset godina ranije!

Sve mere NBS usmerene na deevroizaciju, koje su i strani istraživači apostrofirali, kao i one koje isti analitičari preporučuju, svode se na ograničenja i zabrane deviznih kredita i troškovno opterećivanje deviznih depozita i sličnih izvora u pasivi banaka (Chailloux i ostali, str. 15-16). Administrativne mere, bez uporišta u kredibilnoj monetarnoj politici, ne mogu delovati na stepen evroizacije, što je iskustvo Srbije tokom

⁶ Uporediti: Chailloux i ostali, 2010.

protekle decenije nedvosmisleno potvrdilo. Tačnije, što su mere administrativne represije bile jače, to je evroizacija ubrzanije rasla. Zbog toga pravo pitanje nije da li je moguća brza deevroizacija privrede Srbije,⁷ već da li je ona uopšte moguća i u kojoj meri?

Nesporno je da se (deevroizacija) dedolarizacija može sprovesti ukoliko se obezbedi stabilna i niska inflacija i rastuće poverenje u domaću valutu (Kokenyne i ostali, 2010). Tranzicionim zemljama, uključujući i Srbiju, preostaje samo jedna dilema: kako očuvati stabilnost cena i jačati poverenje u nacionalnu valutu bez devizne zaštite. Ako je evroizacija u Hrvatskoj, s niskom inflacijom i fiksnim deviznim kursom, ekstremno visoka, šta se može očekivati u Srbiji s fluktuirajućom vrednošću domaće valute.

Mere koje su primenjene za realizaciju strategije dinarizacije jasno ukazuju na nemogućnost snižavanja nivoa evroizacije. Prvi stub strategije čine mere koje su u stvari uzroci evroizacije. Nedelotvornost mera, obuhvaćenih drugim stubom, pokazuju ne samo domaća, već i strana iskustva. Aktivno promovisanje dinarskih instrumenata i tržišta, s poseb-

nim akcentom na razvoj tržišta dinarskih obveznica, sigurno neće dati rezultate, dok je razvoj dinarske krive prinosa utopijska zamisao. Poređenja radi, Estonija je ušla u Evrozonu bez dugoročne kamatne stope na hartije od vrednosti u domaćoj valuti. Na kraju, unapređenje zaštite od postojećih deviznih rizika u nebankarskom sektoru i destimulisanje daljeg jačanja tih rizika, u okviru trećeg stuba, daće neznatne rezultate. Zabluda je da korišćenje deviznog hedžinga zavisi od nivoa edukovanosti potencijalnih korisnika. Upravo najedukovaniji, menadžeri stranih kompanija, godinama insistiraju na stabilnosti deviznog kursa (Bela knjiga).

Na nemogućnost deevroizacije ukazuje i aktuelna strategija domaće monetarne politike: eksplicitno targetiranje inflacije. Efikasnost monetarne politike, zasnovane na targetiranju inflacije, prevashodno zavisi od njene kredibilnosti.

Kredibilna monetarna politika targetiranja inflacije uključuje pet obaveznih elemenata: 1) **javno objavljivanje** numeričkih ciljeva inflacije u srednjem roku, 2) **institucionalna posvećenost** stabilnosti cena, kao primarnom dugoročnom cilju monetarne politike, 3) uvažavanje svih relevantnih **informacija** i korišćenje više varijabli, a ne samo monetarnih

⁷ Đukić, 2011.

agregata, prilikom odlučivanja o monetarnoj politici, 4) **povećanje transparentnosti** strategije monetarne politike putem **komunikacije** s javnošću o ciljevima i planovima njenih kreatora, i 5) **veća odgovornost** centralne banke za ostvarivanje ciljane inflacije (Mishkin 2011, str. 579). Upoređivanjem monetarne politike NBS prema ovim elementima primjećuje se da je najveće zaostajanje kod petog elementa, a zatim kod svih ostalih, izuzimajući institucionalnu posvećenost.

Navedeni elementi ne sadrže osnovni preduslov kredibilnosti monetarne politike – **nezavisnost centralne banke**. Koncept nezavisnosti centralne banke, prema ECB, uključuje različite oblike nezavisnosti, među kojima se izdvajaju četiri: funkcionalna, institucionalna, personalna i finansijska (ECB, 2010). U slučaju NBS, uočljiv je nedovoljan stepen funkcionalne i personalne nezavisnosti. Otuda ne iznenađuje preovlađujuća javna percepcija NBS kao još jednog ministarstva u Vladi, a guvernera kao još jednog ministra, samo drugačije nazvanog.

Nezavisnost centralne banke nije samo problem Srbije, već i drugih tranzicionih zemalja. Mada je generalno prihvaćeno da rastuća nezavisnost centralne banke uvećava njenu

reputaciju i kredibilnost monetarne politike koju sprovodi, potpuno ostvarivanje svih oblika nezavisnosti centralnih banaka u tranzicionim zemljama još uvek je nemoguć poduhvat. Ipak, to ne znači da su uloženi naponi uzaludni: rastuća nezavisnost centralnih banaka u tranzicionim ekonomijama doprinosi kredibilnosti monetarne politike, ali samo ukoliko je devizni kurs stabilan.

Prethodna analiza mera za sprovođenje strategije dinarizacije potvrdila je njenu neizvodljivost. Nedovoljna kredibilnost monetarne politike targetiranja inflacije, koju primenjuje NBS, dodatno potvrđuje nemogućnost deevroizacije

5. MOGUĆNOSTI DEZINFLACIJE I DELIMIČNE DEEVROIZACIJE

Na osnovu iskustava drugih tranzicionih zemalja i averzije domaće javnosti prema nacionalnoj valuti, može se dati odgovor na pitanje da li je moguća veća primena dinara na sopstvenom monetarnom prostoru? **Izvesna deevroizacija bi se mogla ostvariti samo u procesu dezinflacije, zasnovanom na stabilnosti deviznog kursa dinara.**

Stabilan devizni kurs se može ostvariti unilateralnom oficijelnom

evroizacijom (Crna Gora i male evropske zemlje), valutnim odborom (BiH, Bugarska, Litvanija i nedavno Estonija), de facto fiksiranjem (Hrvatska, Makedonija) ili fiksiranjem de jure.

Svojevremeno je predlagana oficijelna evroizacija, na osnovu iskustva Crne Gore. Pri tome se ispuštalo iz vida da je Crna Gora imala prećutnu saglasnost ECB za svoju jednostranu odluku. Druge zemlje (npr. Island), a pogotovo veće ili ekonomski snažnije, ne bi mogle sprovesti ovakvu odluku bez konfrontacije sa ECB, koja neće nikome dozvoliti da na mala vrata uđe u Evrozonu.⁸

De jure ili samo de facto fiksiranje ne odgovaraju domaćoj javnosti, jer ovi režimi ne pružaju dovoljno garancija da će devizni kurs biti stabilan u dužem roku. Dokaz su velike razlike u učincima istih kursnih režima. Tako je u Hrvatskoj devizni kurs de facto bio fiksni, a u Srbiji izrazito fluktuirajući, mada su formalno obe zemlje imale isti režim kontrolisano plivajućeg deviznog kursa.

Na kraju se pokazuje da bi našoj zemlji najviše odgovarao **valutni odbor**, jer on javno garantuje fiksni

devizni kurs na dugi rok, nezavisno od drugih ekonomskih i političkih promena.

Metodološki je najuputnije da se prvo razmotre **slabe strane** fiksiranja kursa. U ekonomskoj literaturi se navode brojne slabosti režima fiksnog deviznog kursa, od kojih su u nastavku razmotrene one koje su najčešće apostrofirane.

Udarni argument protiv ovakvog kursnog režima je njegova neotpornost na krize, jer se samo zemlje sa besprekornom biografijom (bez ranjivih tačaka, sa visokokredibilnom centralnom bankom) mogu smatrati imunim na špekulativne udare.⁹ Izneti argument je opovrgnulo iskustvo: tranzicione zemlje regiona pokazale su otpornost ne samo na špekulativne udare, već i prema svetskoj finansijskoj krizi i recesiji. Pri tome su se tranzicione ekonomije pokazale otpornijim od razvijenih ekonomija, što potvrđuju i analize relevantnih međunarodnih finansijskih institucija (EBRD, 2010). Posebno se primećuje da je otpornost zemalja u našem okruženju, koje imaju fiksirani devizni kurs, visoka i u poređenju sa

⁸ Žan Klod Triše (ECB), govor održan 13. 2. 2009 u Trgovačkoj komori Rejkjavika.

⁹ Burda, M. and Wiplosz, C. (2005), *Macroeconomics: A European text*, 4th edition, Oxford University Press, p. 515-516.

drugim tranzicionim zemljama, mereno kretanjem agregatnog aut-puta (Furceri and Zdzienicka, 2011).

Drugi argument je nemogućnost utvrđivanja ravnotežnog deviznog kursa, odnosno opasnost aprecijacije. Ipak, realna aprecijacija je rezultat fiksiranja deviznog kursa uglavnom prvih godina primene ove strategije.

Često se ističe i da stabilan devizni kurs destimuliše izvoz, podstiče uvoz i pogoršava bilans tekućeg računa. Najnoviji podaci (IMF, 2011) pokazuju da nekoliko zemalja našeg regiona s fiksnim deviznim kursom imaju manji negativan saldo ovog bilansa (u procentima BDP-a) nego zemlje sa fluktuirajućim deviznim kursom, kojima pripada i naša zemlja.

Ekonometrijska istraživanja vršena u Srbiji dokazala su da je koeficijent elastičnosti izvoza na realni devizni kurs oko 0,5. Otuda je izveden zaključak da rast kursa relativno malo može pomoći izvoznicima. S druge strane, nije potvrđena dugoročna veza između deviznog kursa i uvoza (Tasić and Zdravković, 2008).

Uobičajena zamerka je da fiksni devizni kurs i finansijska stabilnost ne odgovaraju bržem ekonomskom rastu ovih zemalja. Međutim, generalno se pokazuje da finansijska stabilnost pogoduje rastu tranzicionih ekonomija

(Gillman i Harris, 2010), odnosno da inflacija ne podstiče rast agregatne proizvodnje (Krznar i Kunovac, 2010). Druga istraživanja su potvrdila da fiksiranje deviznog kursa nije redukovalo ekonomski rast u zemljama Jugoistočne i Centralne Evrope (De Grauwe i Schnabl, 2008).

Značajno je i pitanje monetizovanosti, jer je rašireno mišljenje da fiksni devizni kurs može izazvati podmonetizovanost. U našem okruženju je nivo monetizacije, mereno odnosom M2/GDP, varirao u preširokom rasponu od 11,4% (Srbija) do 145,9% (Crna Gora) tokom perioda 2005-2009! Pri tome je većina zemalja imala ratio monetizacije između 30% i 70%. Otuda proizilazi da je domaća ekonomija imala 3-6 puta manje novca po jedinici BDP-a nego druge zemlje u susedstvu!?

Prednosti su takođe brojne: primena valutnog odbora bi oborila inflaciju ispod 5% i trajnije stabilizovala opšti nivo cena (1), ublažila dramatičnu podmonetizovanost domaće ekonomije (2), poboljšala likvidnost (3), umanjila ogromne troškove monetarne politike (4) i donela neophodnu makroekonomsku stabilnost (5). Posledično, donekle bi se smanjio i stepen domaće evroizacije, odnosno povećalo poverenje javnosti u nacionalnu valutu.

(1) Tranzicione zemlje koje su promovisale stabilnost deviznog kursa ostvarile su već polovinom 90-ih godina, nakon dužih epizoda galopirajuće i hiperinflacije, dramatičnu dezinflaciju (Begg, 1998). Izdvajaju se tri neposredna razloga, koji objašnjavaju takav uticaj kursa na kretanje opšteg nivoa cena u ovim zemljama: prvo, uticaj deviznog kursa na tražnju u malim otvorenim ekonomijama je veliki, drugo, devizni kurs je ključna varijabla na osnovu koje privatni sektor formira svoja očekivanja i treće, devizni kurs ima ogromne bilansne efekte na aktivu i pasivu domaćinstava i preduzeća (Mohanty i Turner, 2008).

Naročito je značajan uticaj stabilnog deviznog kursa na očekivanja, koja se svrstavaju u pet glavnih kanala transmisije uticaja monetarne politike na agregatnu tražnju i proizvodnju (Mohanty and Turner 2008). Pošto je napred već utvrđeno da kanal deviznog kursa igra najvažniju ulogu u tranzicionim ekonomijama, jasno je da se preko kanala očekivanja uticaj deviznog kursa diverzifikuje na sve druge kanale.

Stabilnost deviznog kursa nesumnjivo ima primaran značaj za percepciju monetarne politike u tranzicionim zemljama, bez obzira koja se strategija primenjuje. Pri to-

me se uočava da u uslovima fiksnog deviznog kursa nije bitna kredibilnost monetarne politike. Objašnjenje je jednostavno: devizni kurs je dominantno nominalno sidro, koje neprestano prati celokupna javnost (Vuković, 2011). Naravno, to ne znači da stabilnost deviznog kursa povratno ne utiče na kredibilnost monetarne politike i reputaciju centralne banke. Zbog toga se transparentnost i komunikacija s javnošću ne smeju zanemarivati.

Transparentnost monetarne politike i komunikacija centralne banke s javnošću poželjna je čak i u režimu valutnog odbora, bez obzira na njegov automatizam. Ukoliko obebeđuju transparentnost monetarne politike i redovne komunikacije s javnošću, centralne banke mogu sticati reputaciju i u takvim uslovima, što potvrđuje iskustvo centralne banke Bosne i Hercegovine (Kozačić, 2007).

(2) Slobodne devizne rezerve NBS nadmašuju dinarsku novčanu masu za preko 50%, što bi omogućilo da se, uz poštovanje 100% ili 110% pokrića, nivo monetizacije bitno poveća bez pritiska na rast cena.

(3) Pozitivan uticaj veće monetizacije na opštu likvidnost suvišno je objašnjavati. Međutim, monetizacija

nije dovoljan uslov za dostizanje visoke likvidnosti.

(4) Samo direktni troškovi monetarne politike, mereno sumom plaćenih kamata na repo plasmane, mogu se proceniti na približno 250 miliona evra godišnje (prosečna repo kamatna stopa prema prosečnom stanju ovih hartija). Smanjenje indirektnih troškova (obavezne rezerve, rezervacije i sl.) bilo bi još veće.

(5) Makroekonomska stabilnost počiva, pre svega, na stabilnosti cena i deviznog kursa. Najvažniji benefiti koje pruža stabilnosti cena opšte su poznati, ali se po iscrpnosti može izdvojiti sistematizacija Evropske centralne banke.¹⁰

U projektovanim uslovima dezinflacije stepen evroizacije bi se mogao smanjiti za 10-20%, ali tek posle 2-3 godine, koliko je potrebno javnosti da se uveri u trajnost valutnog odbora.

ZAKLJUČAK

Ekstremnu evroizaciju domaće ekonomije potvrđuju svi relevantni pokazatelji. Analiza mera predviđenih za sprovođenje željene deevroizacije (dinarizacije) pokazala je njihova nedelotvornost. Neizvodljivi-

vost analizirane strategije dinarizacije dokazana je iskustvima evropskih tranzicionih zemalja s različitim strategijama monetarne politike. Na kraju je utvrđeno da bi se određena deevroizacija mogla ostvariti samo u procesu dezinflacije, koji zahteva adekvatnu monetarnu strategiju. U slučaju Srbije to je **valutni odbor**, jer on podrazumeva javno objavljivanje i garantovanje fiksnog deviznog kursa.

Primena valutnog odbora svela bi inflaciju ispod 5% i trajnije stabilizovala opšti nivo cena, ublažila dramatičnu podmonetizovanost domaće ekonomije, poboljšala likvidnost, umanjila ogromne troškove monetarne politike i donela neophodnu makroekonomsku stabilnost. Posledično, donekle bi se smanjio i nivo domaće evroizacije.

LITERATURA

1. Begg, D. (1998), Disinflation in Central and Eastern Europe: The Experience to Date, U: Cottarell, C. and Szapary, G. (ed.), *Moderate inflation: the experience of transition economies*, IMF & National Bank of Hungary.
2. Chailloux, A., Ohnsorge, F. i D. Vavra (2010), Euroisation in Serbia, WP 120, EBRD.

¹⁰ ECB (2011), str. 56-57.

3. De Grauwe, P. i Schnabl, G. (2008), Exchange Rate Stability, Inflation and Growth in (South) Eastern and Central Europe, Review of *Development Economics*, 12 (3), p. 530-549.
4. Dragutinović, D. (2008), Moć i nemogućnost monetarne politike u uspostavljanju ravnoteže između platnobilansnih ciljeva i ciljeva inflacije, *Radni papiri*, NBS.
5. Dvorsky Sandra, Scheiber Thomas and Helmut Stix (2008), Euroization in Central and Southeastern Europe – First Results from the New OeNB Euro Survey, *Focus on European Economic Integration*, No. 1, National Bank of Austria, p. 48-60.
6. Đukić, Đ. (2011), Da li je moguća brza deevroizacija privrede Srbije? U: *Nova strategija razvoja privrede Srbije: izazovi ekonomske politike u 2011. godini*, Naučno društvo ekonomista Srbije sa AEN i Ekonomski fakultet u Beogradu.
7. EBRD (2010), *Transition report 2010 - Recovery and Reform*.
8. ECB (2010), *Convergence Report 2010*.
9. ECB (2011), *The monetary policy of the ECB 2011*.
10. Furceri, D. i Zdzienicka, A. (2011), The real effect of financial crises in the European transition economies, *Economics of Transition*, 19 (1).
11. Gillman, M. i Harris, M. (2010), The effect of inflation on growth: Evidence from a panel of transition countries, *Economic of transition*, 18 (4).
12. IMF (2011), *World Economic Outlook: Slowing Growth, Rising Risks*, September.
13. IMF (2011a), Republic of Serbia: Request for Stand-By Arrangement, *IMF Country Report 11/311*, October.
14. Kokenyne, A., Ley, J. i Veyrune, R. (2010), Dedollarization, WP 188, IMF.
15. Kozarić, K. (2007), Modeli monetarne politike sa osvrtom na valutni odbor Bosne i Hercegovine, Centralna banka BiH, Sarajevo.
16. Krznar, I. i Kunovac, D. (2010), Utjecaj vanjskih šokova na domaću inflaciju i BDP, Istraživanja I-28, Hrvatska narodna banka.
17. Luca, A. i I. Petrova (2008), What drives credit dollarization in transition economies? *Journal of Banking and Finance*, 32 (5), str. 858-869.
18. Mishkin, F. (2006), Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here? WP 12515, NBER.
19. Mishkin, F. (2011), *Macroeconomics: Policy and Practice*, Global Edition, Pearson.

20. Mohanty, M. i Turner, P. (2008), Monetary policy transmission in emerging market economies: What is new? u: *Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies*, BIS Papers No. 35.
21. NBS (2010), *Analiza isplativosti dinarske i devizne štednje*, Oktobar.
22. NBS (2011), *Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije*, Mart.
23. NBS (2011a), *Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije*, Jun.
24. Palić, M. i Tasić, N. (2008), Efikasnost stope obavezne rezerve kao instrumenta monetarne politike, *Radni papiri*, NBS.
25. Ponsot Jean-Francois (2006), European Experiences of Currency boards: Estonia, Lithuania, Bulgaria and Bosnia and Herzegovina, u: Vernengo Matias (ed.), *Monetary integration and dollarization: no panacea*, Edward Elgar, str. 28-60.
26. Tasić, N. and Zdravković, M. (2008), Osetljivost srpskog izvoza i uvoza na promene deviznog kursa u dugom roku, *Radni papiri*, NBS.
27. Vuković, V. (2007), Nestandardne mere i kredibilnost monetarne politike NBS, u: *Izazovi ekonomske politike Srbije u 2007. godini*, Naučno društvo ekonomista Srbije sa AEN i Ekonomski fakultet u Beogradu.
28. Vuković, V. (2009), *Strukturne promene i performanse bankarstva Srbije: 2002-2008*, Institut ekonomskih nauka, Beograd.
29. Vuković, V. (2011), Monetary policy perceptions and disinflation in the transition countries of Southeastern Europe, In: *Finance and monetary policy after the global financial crisis*, University „Ss Cyril and Methodius“ Skopje, Faculty of Economics, p. 84-99.

Rad primljen: 04. 11. 2011.

UDK: 343.85:343.53:336.741.1(497.11);

343.85:343.9.024:336.7(497.11)

JEL: H 57

Stručni rad

OSVRT NA ODREDBE NOVOG ZAKONA O SPREČAVANJU PRANJA NOVCA I FINANSIRANJA TERORIZMA

REVIEW OF THE PROVISIONS OF THE NEW LAW ON PREVENTION OF MONEY LAUNDERING AND TERRORIST FINANCING

Prof. dr Nataša TANJEVIĆ

Visoka škola za poslovnu ekonomiju i preduzetništvo, Beograd

Prof. dr Goran KVRGIĆ

Visoka škola za poslovnu ekonomiju i preduzetništvo, Beograd

Rezime

Pranje novca predstavlja veoma opasnu kriminalnu delatnost sa visokim stepenom društvene opasnosti, zbog čega se javlja pojačan interes međunarodne zajednice za suzbijanje ove pojave, a što za posledicu ima usvajanje određenih međunarodnih akata. Prateći međunarodne trendove, tokom proteklih nekoliko godina i Srbija se aktivno uključila u borbu protiv pranja novca i drugih oblika organizovanog kriminaliteta, pa je potpisnica najvažnijih međunarodnih ugovora koji se odnose na problem pranja novca, a koji su ratifikovanjem postali deo unutrašnjeg zakonodavstva.

Posebna pažnja u radu je posvećena odredbama novog Zakona o sprečavanju pranja novca i finansiranja terorizma čijim usvajanjem je zakonodavstvo Srbije umnogome inovirano i usklađeno s međunarodnim aktima koje je naša zemlja ratifikovala.

Ključne reči: KRIVIČNO DELO, NOVAC, IMOVINSKA KORIST, PRIKRIVANJE POREKLA, ZAKONODAVSTVO.

Summary

Money laundering is a very dangerous criminal activities with a high degree of a social danger, so there is a growing interest of the international community to combat this phenomenon, which results in the adoption of certain international laws. Following international trends, over the past few years, Serbia has been actively involved in combating money laundering and other forms of organized crime, and is a signatory to most international agreements related to the problem of money laundering, which became part of the ratification of the national legislation. Special attention is devoted to the work of the new Law on Prevention of money laundering and terrorist financing legislation whose adoption was largely innovated in Serbia and in line with international laws that our country has ratified.

Key words: CRIME, MONEY, MATERIAL GAIN, CONCEALING THE ORIGIN, LEGISLATION.

UVOD

Oblici pranja novca su sve složeniji, a razvoj tehnike, proces globalizacije i internacionalizacije finansijsko – tržišnog sistema, doveo je i do internacionalizacije ove kriminalne aktivnosti. Posledice pranja novca su

višestruke, a šteta koja se na ovaj način nanosi društvu ima velike razmere. Navešćemo samo neke od njih: opadanje poslovanja legalnog privatnog sektora, uticaj na devizne kurseve i kamatne stope, ugrožavanje programa reformi, opadanje reputacije ze-

mlje, i ostali ekonomski poremećaji. Međunarodna zajednica je zbog toga rano shvatila kolika društvena opasnost leži u operacijama pranja novca i preduzela niz aktivnosti u cilju delotvornog sprečavanja i suzbijanja ovakvih nedozvoljenih aktivnosti.¹ Prateći međunarodne trendove, tokom proteklih nekoliko godina i Srbija se aktivno uključila u borbu protiv pranja novca i drugih oblika organizovanog kriminaliteta, pa je potpisnica najvažnijih međunarodnih ugovora koji se odnose na problem pranja novca, a koji su ratifikovanjem postali deo unutrašnjeg zakonodavstva².

Borba protiv pranja novca u Republici Srbiji započeta je donošenjem prvog Zakona o sprečavanju pranja novca 2001. godine³, kada se naša država pridružila velikom broju država savremenog sveta koje su se ujedinile da spreče i suzbiju

najopasnije vidove i oblike organizovanog kriminaliteta imovinskog karaktera kao velikog bezbednosnog problema koji ne poznaje granice.⁴ Ovim zakonom je ujedno prvi put u krivično zakonodavstvo uvedeno krivično delo pranja novca, kojim se pod ovim pojmom podrazumeva polaganje novca stečenog obavljanjem nezakonite delatnosti (siva ekonomija, trgovina oružjem, drogom, psihotropnim supstancama i slično) na račune kod banaka i drugih finansijskih organizacija i institucija ili uključivanje na drugi način tog novca u legalne finansijske tokove – koje domaća i strana fizička i pravna lica vrše radi obavljanja dozvoljene privredne i finansijske delatnosti. Sledeći Zakon o sprečavanju pranja novca donet 2005. godine⁵ proširio je broj obveznika i dalje unapredio nacionalni sistem sprečavanja pra-

¹ Savet Evrope je još 1980. godine doneo preporuku No. R (80) 10 o merama protiv transfere i čuvanja novčanih sredstava kriminalnog porekla.

² U pitanju su: Konvencija UN protiv nezakonitog prometa opojnih droga i psihotropnih supstanci (tzv. Bečka konvencija), konvencija Saveta Evrope o pranju, traženju, zapleni i konfiskaciji prihoda stečenih kriminalom (tzv. Strasburška Konvencija), Konvencija OUN protiv transnacionalnog organizovanog kriminala, Konvencija OUN protiv korupcije, Direktiva 2005/60/EC Evropskog parlamenta i Saveta od 26.10.2005. godine o sprečavanju korišćenja finansijskog sistema u svrhe pranja novca.

³ *Službeni list SRJ*, br. 53/2002.

⁴ P. Marković, „Pranje novca“, *Pravni informator*, br. 4, 2007, str. 67.

⁵ *Službeni glasnik RS*, br. 107/05 i 117/05.

nja novca. Navedeni zakon pod pranjem novca obuhvatio je:

- 1) konverziju ili prenos imovine, sa znanjem da je ta imovina stečena izvršenjem krivičnog dela, u nameri da se prikrije ili netačno prikaže nezakonito poreklo imovine;
- 2) prikriivanje ili netačno prikazivanje činjenica u vezi sa imovinom sa znanjem da je ta imovina stečena izvršenjem krivičnog dela;
- 3) sticanje, držanje ili korišćenje imovine sa znanjem u trenutku prijema da je ta imovina stečena izvršenjem krivičnog dela;
- 4) prikriivanje, u procesu svojinske transformacije preduzeća i drugih pravnih lica, nezakonito stečene društvene ili državne imovine i društvenog ili državnog kapitala.

Najzad, Narodna skupština Republike Srbije je na sednici održanoj 18. marta 2009. godine usvojila novi Zakon o sprečavanju pranja novca i finansiranja terorizma⁶, a nakon toga 30. novembra 2010. godine usvojen je i Zakon o izmenama i dopunama Zakona o sprečavanju pranja novca i finansiranja terorizma⁷. Osnovni cilj

donošenja novog Zakona je unapređenje postojećeg sistema otkrivanja i sprečavanja pranja novca i finansiranja terorizma kao i usaglašavanje s međunarodnim standardima i konvencijama iz ove oblasti. Zakonska rešenja su donela niz izmena, možemo reći pozitivnih, zbog čega je opšta ocena da je zakon moderan i usklađen sa odgovarajućim međunarodnim standardima i propisima Evropske unije (pre svega Direktivom 2005/60/EC Evropskog parlamenta i Saveta od 26.10.2005. godine o sprečavanju korišćenja finansijskog sistema u svrhe pranja novca, tzv. Trećom direktivom). Značaj ove usklađenosti sastoji se u tome što su uvedeni instituti i mehanizmi prilagođeni novim vidovima borbe protiv kriminala koji je pre svega transnacionalnog karaktera, a zatim potpomognut i modernim tehnikama (elektronskog) poslovanja.

ZNAČAJ NOVOG ZAKONA O SPREČAVANJU PRANJA NOVCA I FINANSIRANJA TERORIZMA

Ono što se na prvi pogled može primetiti kada se novi zakon uporedi s prethodnim je činjenica da je on znatno obimniji, budući da ima skoro 60 članova više. Pod pranjem

⁶ *Službeni glasnik RS*, br. 20/2009.

⁷ *Službeni glasnik RS*, br. 91/10.

novca, u članu 2. zakona podrazumeva se sledeće:

1) konverzija ili prenos imovine stečene izvršenjem krivičnog dela;

2) prikriivanje ili netačno prikazivanje prave prirode, porekla, mesta nalaženja, kretanja, raspolaganja, vlasništva ili prava u vezi sa imovinom koja je stečena izvršenjem krivičnog dela;

3) sticanje, držanje ili korišćenje imovine stečene izvršenjem krivičnog dela.

S druge strane, finansiranjem terorizma, u smislu ovog zakona, smatra se obezbeđivanje ili prikupljanje imovine ili pokušaj njenog obezbeđivanja ili prikupljanja, u nameri da se koristi ili sa znanjem da može biti korišćena, u celosti ili delimično: za izvršenje terorističkog akta; od strane terorista; od strane terorističkih organizacija. Pod ovim pojmom smatra se i podstrekavanje i pomaganje u obezbeđivanju i prikupljanju imovine, bez obzira da li je teroristički akt izvršen i da li je imovina korišćena za izvršenje terorističkog akta.

Zakonom se predviđa niz upravnopravnih i drugih mera za suzbijanje pranja novca dok krivičnopravnu zaštitu treba da obezbedi inkriminacija iz člana 231. Krivičnog zakonika Republike Srbije. Radnja iz-

vršenja osnovnog oblika dela može se ostvariti na tri načina koja u potpunosti odgovaraju radnjama koje su obuhvaćene pojmom pranja novca u Strasburškoj konvenciji (član 6) i u Zakonu o sprečavanju pranja novca (član 2). Ukoliko iznos novca ili imovine prelazi milion i petsto hiljada dinara, reč je o težem obliku dela. Interesantno je da je izmenama i dopunama Krivičnog zakonika iz 2009 godine⁸, došlo do promena kada je u pitanju krivično delo pranja novca, na način da su dodata dva nova oblika dela. Prvi postoji ako su osnovni i teži oblik dela učinjeni sa imovinom koju je učinilac sam pribavio izvršenjem krivičnog dela, a drugi ako su osnovni i teži oblik dela izvršeni u grupi.

Zakonom se uglavnom zadržava krug obveznika koji su bili propisani i prethodno važećim zakonom, s tim što se krug propisanih mera kod obveznika proširuje pored sprečavanja pranja novca i na finansiranje terorizma. To podrazumeva da se sve mere koje se primenjuju u cilju sprečavanja pranja novca primenjuju i u cilju sprečavanja finansiranja terorizma. Neke od tih mera, kao što je identifikacija klijenata ili vođenje evidencije, iste su u odnosu na oba

⁸ *Službeni glasnik RS*, br. 72/09.

fenomena, ali pojedine, kao što je izrada analize rizika od pranja novca ili finansiranja terorizma ili izrada indikatora za prepoznavanje sumnjivih transakcija, moraju se razlikovati i u tom smislu mora se uložiti dodatni napor u primeni zakona.⁹

Dakle, jedna od najvažnijih novina u novom zakonu je tzv. pristup na osnovu procene rizika. Međutim, moramo napomenuti da je i pre nego što je zakonodavac definisao institute Analize rizika u obliku u kakvom danas postoji, bilo uočeno je da se upravljanje rizikom od pranja novca i finansiranja terorizma ne može uspešno obavljati ukoliko se kroz ceo poslovni ciklus dosledno ne sprovedu pravila KYC („Upoznaj svog klijenta“) i pravovremeno definišu tzv. faktori rizika koji tretiraju strane u poslovnim odnosima. Najaktivniju ulogu u ovom procesu odigrala je centralna banka koja je radi otklanjanja rizika koji može nastati zbog neusklađenosti poslovanja obveznika propisala obavezu utvrđivanja procedure „Upoznaj svog klijenta“, odnosno donela odluku o minimalnoj sadržini procedure „Upoznaj

svog klijenta“¹⁰. Time su ujedno postavljene osnove onoga što se danas naziva Analizom rizika. Procedurom se naročito uređuje:

1. utvrđivanje prihvatljivosti klijenta prema stepenu rizika od pranja novca i finansiranja terorizma;
2. klasifikacija klijenata prema faktorima rizika;
3. poznavanje i praćenje poslovanja klijenata;
4. upravljanje rizicima kojima je obveznik izložen od pranja novca i finansiranja terorizma;
5. program obuke zaposlenih koji su u neposrednom kontaktu s klijentima ili obavljaju poslove izvršenja transakcija.

Centralna banka donela je i odluku o smernicama za procenu rizika od pranja novca i finansiranja terorizma¹¹, kako bi se efikasnije pristupilo otklanjanju rizika kome je obveznik izložen a koji može nastati zbog neusklađenosti poslovanja obveznika s propisima i s procedurama obveznika kojima se uređuje

⁹ M. Milovanović, „Novi zakon o sprečavanju pranja novca i finansiranja terorizma“, *Revija za bezbednost*, br. 5/2009, str. 34.

¹⁰ *Službeni glasnik RS*, br. 46/2009

¹¹ Odluka je doneta 17. juna 2009. godine, *Službeni glasnik RS*, br. 46/2009 i 104/2009

sprečavanje pranja novca i finansiranja terorizma, kao i sa standardima poslovanja obveznika, a koja ujedno predstavlja doprinos jedinstvenom tumačenju i razumevanju prirode pristupa sprečavanju pranja novca i finansiranja terorizma zasnovanog na proceni rizika od tih pojava. Smernicama je predviđeno da rizik od pranja novca ili finansiranja terorizma predstavlja rizik da će stranka zloupotребiti poslovni odnos, transakciju ili proizvod za pranje novca ili finansiranje terorizma. U skladu s tim, procena rizika obuhvata najmanje četiri osnovne vrste rizika:

1. geografski rizik, pod kojim se podrazumeva rizik koji je posledica geografskog područja na kome je teritorija države porekla stranke, njenog vlasnika, odnosno većinskog osnivača, stvarnog vlasnika ili lica koje na drugi način kontroliše poslovanje stranke, odnosno kome je država porekla lica koje sa strankom obavlja transakciju (zemlje sa slabim sistemima zaštite od pranja novca i finansiranja terorizma, zemlje sa visokom stopom kriminala ili korupcije, države prema kojima su OUN, Savet Evrope, OFAC ili druge međunarodne organizacije

primenile sankcije, embargo ili slične mere);

2. rizik stranke koji podrazumeva rizik stranke koje poslovnu aktivnost ili transakciju obavljaju pod neuobičajenim okolnostima, stranke koje obavljaju delatnosti za koje je karakterističan veliki obrt i uplata gotovine, strani funkcioneri, kladionice, sportska društva, građevinske firme, firme sa nesrazmerno malim brojem zaposlenih u odnosu na obim poslova koje obavljaju ili koje nemaju svoju infrastrukturu, poslovne prostorije i sl., privatni investicioni fondovi, stranke čiji je izvor sredstava nepoznat ili nejasan, odnosno koji stranka ne može dokazati i lica čiju je ponudu za uspostavljanje poslovnog odnosa odbio drugi obveznik bez obzira na koji se način saznalo za tu činjenicu, odnosno lica koja imaju lošu reputaciju;
3. rizik transakcije, pod kojim se, između ostalog, podrazumevaju transakcije koje znatno odudaraju od standardnog ponašanja stranke, transakcije koje nemaju ekonomsku opravdanost, transakcije koje se sprovode na način kojim se izbegavaju standardni i uobičajeni metodi kontrole, složene transakcije koje obuhvataju više učesnika

bez jasne ekonomske određenosti, više međusobno povezanih transakcija koje se obavljaju u kraćem periodu ili u više intervala uzastopno u iznosu koji je ispod limita za prijavljivanje Upravi za sprečavanje pranja novca, transakcije kod kojih stranka očigledno prikriva pravo osnovi razlog sprovođenja, plaćanje za usluge konsaltinga, menadžmenta i marketinga, kao i druge usluge na tržištu za koje ne postoji određiva vrednost ili cena;

4. rizik proizvoda, koji se odnosi na pojedine visokorizične proizvode, poput: usluga koje su nove na tržištu, odnosno koje nisu ranije nuđene u finansijskom sektoru zbog čega se moraju pratiti radi utvrđivanja stvarnog stepena rizika, međunarodno privatno bankarstvo, elektronsko bankarstvo u slučajevima koje obveznik predvidi svojom procedurom, elektronsko ispostavljanje naloga za trgovinu hartijama od vrednosti u slučajevima koje obveznik predvidi svojom procedurom, pružanje usluga van prostorija banke, pružanje usluga otvaranja tzv. zajedničkih računa koji mobilišu sredstva iz različitih izvora i od različitih klijenata a koja se deponuju na jedan račun otvoren

na jedno ime, otkup ili isplata čekova ili bilo kod drugog instrumenta ili hartije od vrednosti na donosioca i sl.

Pored navedenih kategorija rizika, u slučaju identifikovanja drugih vrsta rizika, a u zavisnosti od specifičnosti poslovanja, obveznik procenom treba da obuhvati i te vrste rizika.

Analizi rizika je u novom zakonu posvećena druga glava, u okviru koje se u članu 7. zakona predviđa sledeće:

(1) obveznik je dužan da izradi analizu rizika od pranja novca i finansiranja terorizma u skladu sa smernicama koje donosi organ nadležan za vršenje nadzora nad primenom ovog zakona;

(2) analiza iz stava 1. ovog člana sadrži procenu rizika za svaku grupu ili vrstu stranke, poslovnog odnosa, usluge koju obveznik pruža u okviru svoje delatnosti ili transakcije;

(3) ministar, na predlog uprave propisuje kriterijume na osnovu kojih obveznik svrstava stranku, poslovni odnos, uslugu koju pruža u okviru svoje delatnosti ili transakciju u niskorizičnu grupu za pranje novca ili finansiranje terorizma, osim slučajeva navedenih u ovom zakonu, a u skladu sa tehničkim kri-

terijumima propisanim u priznatim međunarodnim standardima i mišljenjem organa iz člana 82. ovog zakona, nadležnog za nadzor nad primenom ovog zakona kod obveznika koji vrši procenu rizika za tu stranku, poslovni odnos, uslugu koju pruža u okviru svoje delatnosti ili transakciju.“

Novine u zakonu odnose se i na preciziranje obaveza praćenja poslovanja klijenta i upoređivanje njihovog poslovanja s pretpostavljenom svrhom poslovnog odnosa i prethodnim poslovanjem. Dakle, ovde dolazi do izražaja pristup na osnovu procene rizika ne samo prilikom uspostavljanja već i tokom trajanja poslovne saradnje. Posebna pažnja poklonjena je različitim kategorijama poslovnih odnosa, kako prema vrsti klijenta – stranke (da li je u pitanju visokorizični entitet, korespondentska banka i sl.) tako i prema načinu uspostavljanja tog odnosa (da li je to uz lično prisustvo klijenta – stranke ili bez ličnog prisustva, preko trećeg lica, putem kvalifikovanog elektronskog sertifikata i sl.). Zakonom je propisana obaveza kojom obveznici ocenjuju koliki rizik od mogućih zloupotreba u cilju pranja novca ili finansiranja terorizma, s njihovog aspekta predstavlja određeni klijent, poslovni odnos, usluga koja se pruža ili transak-

cija. Na osnovu sopstvenih (pr)ocena rizika, odnosno njihove kategorizacije, obveznici će prvo odabrati odgovarajući oblik mera poznavanja i praćenja stranke (uobičajene ili pojačane mere) a zatim će u okviru tih mera shodno prilagoditi obim mera koje im nalaže zakon.

Zakonom se umesto termina „identifikacija stranke“ uvodi novi termin „poznavanje i praćenje stranke“¹². Međunarodni standardi i zakon omogućavaju obvezniku da zavisno od stepena rizika od pranja novca i finansiranja terorizma sprovodi tri vrste radnji i mera poznavanja i praćenja stranke – opšte, pojednostavljene i pojačane. Obaveza vršenja radnji i mera poznavanja i praćenja stranke vrši se bez obzira na vrednost transakcije, kada postoje razlozi za sumnju u finansiranje terorizma, kao i kada postoji sumnja u istinitost ili verodostojnost prethodno pribavljenih podataka o stranci ili pravom vlasniku stranke.

Pored opštih mera poznavanja i praćenja stranke iz člana 8. zakona, u članu 27. zakona predviđeni su i posebni oblici mera poznavanja i praćenja stranke i to:

1. pojačane radnje i mere (član 28) čija primena se odnosi na

¹² M. Milovanović, op. cit., str 35.

slučajeve kada zbog određenih okolnosti postoji veći rizik od pranja novca ili finansiranja terorizma (kod uspostavljanja poslovnog odnosa ili vršenja transakcije sa strankom koja je strani funkcioner; kod uspostavljanja loro korespondentskog odnosa s bankom ili drugom sličnom institucijom sa sedištem u stranoj državi koja nije na listi država koje primenjuju međunarodne standarde u oblasti sprečavanja pranja novca i finansiranja terorizma koji su na nivou standarda EU ili viši i kada stranka nije fizički prisutna pri utvrđivanju i proveri identiteta).

2. pojednostavljene radnje i mere poznavanja i praćenja stranke (član 32), koje se koriste u slučaju kada su rizik od pranja novca i finansiranja terorizma manji jer su podaci o stranci ili njenom pravom vlasniku javno dostupni ili odgovarajuća kontrola i nadzor postoje na drugom nacionalnom nivou i u tim slučajevima postoji mogućnost da obveznik pribavi samo određene podatke. To su slučajevi kada je stranka državni organ, organ autonomne pokrajine, organ jedinice lokalne samouprave, javna agencija, javna služba, javni fond, javni zavod ili komora, privredno društvo čije su izdate hartije od vrednosti

uključene na organizovano tržište hartija od vrednosti koje se nalaze u Republici Srbiji ili država u kojoj se primenjuju međunarodni standardi na nivou standarda EU ili viši, a koji se odnose na podnošenje izveštaja i dostavljanje podataka nadležnom regulatornom telu i lica za koja je zakonom propisano da vezano za njih postoji nizak stepen rizika za pranje novca ili finansiranje terorizma.

Izvesne nedoumice u teoriji i praksi javile su se u upravo u vezi s pomenutim članom 7. zakona koji se odnosi na analizu rizika i članom 32. zakona koji govori o pojednostavljenim radnjama i merama, odnosno u stavu 3. ovog člana predviđa se da obveznik može da izvrši pojednostavljene radnje i mere poznavanja i praćenja stranke i u slučaju kada, u skladu sa odredbama člana 7. zakona, proceni da postoji neznatan ili nizak rizik za pranje novca ili finansiranje terorizma. Zakon, dakle, izjednačuje „nizak rizik“ i „pojednostavljene radnje i mere poznavanja i praćenja stranke“. U vezi s tim, Uprava za sprečavanje pranja novca dala je mišljenje prema kojem zakon daje mogućnost obveznicima da fizička lica svrstaju u niskorizičnu grupu od pranja novca i finansiranja terorizma. Naime, član 7. stav 3. za-

kona, daje ovlašćenje ministru da propiše kriterijume za svrstavanje stranke u niskorizičnu grupu, osim slučajeva navedenih u zakonu (a zakon u članu 32. stav 3. daje ovlašćenje obvezniku da na lica primeni pojednostavljene radnje i mere poznavanja i praćenja stranke). To znači da je zakon ovlastio obveznika da primeni pojednostavljene radnje i mere poznavanja i praćenja stranke kada stranku svrsta u niskorizičnu grupu. Ako se gramatičkim tumačenjem zakona ne može doći do ovakvog razumevanja odredaba 32. i 7. zakona, ovo svakako proizilazi iz primene metode logičkog tumačenja, imajući u vidu nameru zakonodavca¹³.

Članom 29a pod nazivom „Nova tehnološka dostignuća“ propisana je obaveza kojom je obveznik dužan da obrati naročitu pažnju na rizik od pranja novca ili finansiranja terorizma koji proizilazi iz primene novih tehnoloških dostignuća koja omogućavaju anonimnost stranke (na

primer elektronsko bankarstvo, upotreba bankomata, telefonsko bankarstvo i dr.) Naime, rizik novih tehnoloških dostignuća ne leži u samom uspostavljanju poslovnog odnosa već upravo u obavljanju transakcija kada stranka nije fizički prisutna, iako je poslovni odnos uspostavljen tek nakon izvršene identifikacije klijenta u skladu sa zakonom. U skladu s tim, obveznik je dužan da uspostavi procedure i preduzme dodatne mere kojima se otklanjaju rizici i sprečava zloupotreba novih tehnoloških dostignuća u svrhu pranja novca ili finansiranja terorizma.

Pored navedenog, novina je i član 29.b pod nazivom „Neuobičajene transakcije“, koji predviđa obavezu obveznika da obrati naročitu pažnju na transakcije koje karakteriše složenost i neuobičajeno visoki iznos, neuobičajen način izvršenja, vrednost ili povezanost transakcija koje nemaju ekonomsku ili pravno osnovanu namenu, odnosno koje nisu usaglašene ili su u nesrazmeri sa uobičajenim ili očekivanim poslovanjem stranke. U takvim slučajevima, obveznik je dužan da utvrdi osnov i svrhu transakcija i o tome sačini službeni belešku u pisanoj formi.

Uočljivo je da su se rešenja u novom zakonu želela prilagoditi pri-

¹³ Videti dokument Uprave za sprečavanje pranja novca, pod nazivom „Pitanja i odgovori sa sastanka održanog u Udruženju banaka Srbije 8.2.2010. godine“, dostupno na: http://www.apml.org.rs/index.php?option=com_remository&Itemid=10&func=startdown&id=134&lang=rs

sutnim trendovima u privredi, gde se od subjekata zahteva sve manje dokumenata, zatim brzina u poslovanju (odnosno plaćanju), fleksibilnost u pogledu zastupanja (u smislu korišćenja raznih vidova ovlašćenja, punomoćja, olakšavanja posla registrovanim zastupnicima i sl.)¹⁴.

Članom 39 zakona predviđeno je da je obveznik dužan da za vršenje pojedinih radnji i mera za sprečavanje i otkrivanje pranja novca i finansiranja terorizma, u skladu sa ovim zakonom i propisima donetim na osnovu njega, imenuje ovlašćeno lice i njegovog zamenika. Zakonom je definisana uloga ovlašćenog lica u skladu s međunarodnim standardima, a to podrazumeva da lice mora posedovati svojstvo i iskustvo koji su potrebni za obavljanje funkcije ovlašćenog lica i neposredno je odgovorno najvišem rukovodstvu. S druge strane, obveznik je dužan da obezbedi redovno stručno obrazovanje, osposobljavanje i usavršavanje zaposlenih koji obavljaju poslove sprečavanja i

otkrivanja pranja novca i finansiranja terorizma, kao i redovnu unutrašnju kontrolu (član 43 i 44).

Novim članom 44a, pod nazivom „Integritet zaposlenih“ predviđena je obaveza obveznika da utvrdi postupak kojim se pri zasnivanju radnog odnosa na radnom mestu na kome se primenjuju odredbe ovog zakona i propisa donetih na osnovu ovog zakona, kandidat za to radno mesto proverava da li je osuđivan za krivična dela kojima se pribavlja protivpravna imovinska korist ili krivična dela povezana s terorizmom, a pored navedenog proveravaju se i drugi kriterijumi kojima se utvrđuje da li kandidat za navedeno radno mesto zadovoljava visoke stručne i moralne kvalitete.

Takođe, zakonom se ograničava mogućnost vršenja u gotovinskom plaćanju roba i usluga i to prilikom direktne naplate robe ili usluge za gotovinu, u vrednostima koje prelaze 15.000 evra. S druge strane, propisuje se obaveza prijave prenosa gotovog novca i drugih fizički prenosivih sredstava plaćanja preko državne granice u iznosu od 10.000 evra ili više, licenciranje ovlašćenih lica i saradnja među upravama (član 67). Na ovaj način zakon obraća posebnu pažnju na poslovanje s gotovim novcem što

¹⁴ Više o tome: N. Tanjević „Prilagodavanje Srbije savremenim međunarodnim trendovima u borbi protiv pranja novca – Značaj novog zakona o sprečavanju pranja novca i finansiranja terorizma“, *Revija za bezbednost*, br. 3, 2011.

je još uvek glavni instrument legalizacije protivpravno stečene imovine¹⁵.

Za vršenja nadzora nad primenom zakona ovlašćeni su Uprava za sprečavanje pranja novca, Narodna banka Srbije, Komisija za hartije od vrednosti, Poreska uprava, Tržišna inspekcija, Devizni inspektorat, Uprava za igre na sreću, Ministarstvo finansija, Ministarstvo za telekomunikacije i informatičko društvo, Advokatska komora i Komora ovlašćenih revizora. Organi nadležni za nadzor nad primenom odredaba ovog zakona su dužni da obaveste upravu ako kod obveznika utvrde nepravilnosti, kao i jedni druge ako utvrde činjenice koje su od značaja za njihov rad.

Nadležnosti koje Uprava za sprečavanje pranja novca ima su takođe proširene pre svega na oblast borbe protiv finansiranja terorizma i saradnje među finansijsko obaveštajnim službama. Uprava može izdati nalog za privremeno obustavljanje

transakcije u slučaju sumnje da se radi o pranju novca, i prema novim standardima ovlašćenje je prošireno i na finansiranje terorizma (član 56). Uprava za sprečavanje pranja novca dobila je ovlašćenje da meru privremenog obustavljenja izvršenja transakcije koja je bila ograničena na 72 sata produži za dodatnih 48 sati u slučajevima kada rok od 72 sata pada u neradne dane ali i da produži rok u kome banka treba da prati finansijsko poslovanje klijenta sa tri meseca na najviše šest meseci.

Uprava može, po novom zakonu privremeno da obustavi sumnjivu transakciju i na predlog strane finansijsko obaveštajne službe, a može i da odbije zahtev ukoliko se proceni da ne postoji osnovana sumnja da se radi o pranju novca ili o finansiranju terorizma. Novina je i obaveza uprave da odbije pokretanje postupka na osnovu inicijative državnih organa (Agencija za privatizaciju, Komisija za hartije od vrednosti, vojnobezbednosne službe i drugih organa) ako u inicijativi pokrenutoj od strane ovih organa nisu obrazloženi osnovi sumnje da se radi o pranju novca ili finansiranju terorizma.

Još jednu novinu u zakonu možemo primetiti u delu koji se odnosi na kaznene odredbe. Naime zakonom je izvršena podela privrednih

¹⁵ Videti stručni komentar Zakona o sprečavanju pranja novca i finansiranja terorizma od strane Komisije za hartije od vrednosti, dostupan na http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_content&task=view&id=917&Itemid=1

prestupa na lakše i teže, u zavisnosti od toga da li je u pitanju kršenje osnovnih načela i propisanih zadataka ili su u pitanju povrede manje značajnih obaveza čije se posledice lakše mogu sanirati¹⁶ i u skladu s tim primećuje se da je kaznena politika pooštrena, odnosno da su propisane novčane kazne u nešto većem iznosu. U skladu s tim, za pravno lice koje izvrši neku od radnji iz člana 88. zakona propisana je novčana kazna u iznosu od 500.000 do 3.000.000 dinara, odnosno u iznosu od 20.000 do 200.000 dinara za odgovorno lice u pravnom licu. Ukoliko je pak preduzeta neka od radnji iz člana 89. zakona za pravno lice je predviđena novčana kazna za privredni prestup u iznosu od 50.000 do 1.500.000 dinara, odnosno u iznosu od 10.000 do 100.000 dinara za odgovorno lice u pravnom licu. Što se tiče prekršajne odgovornosti, zakon predviđa odgovornosti preduzetnika za prekršaj ukoliko izvrši neku od radnji iz člana 88. i 89. zakona i u tom smislu propisuje novčanu kaznu u iznosu od 5.000 do 500.000 dinara, odnosno za fizičko lice u iznosu od 5.000 do 150.000

dinara. Za fizičko lice koje nadležnom carinskom organu ne prijavi fizički prenosiva sredstva plaćanja u iznosu od 10.000 evra ili više u dinarima ili stranoj valuti koje prenosi preko državne granice predviđena je novčana kazna u iznosu od 5.000 do 50.000 dinara. Najzad, zakon u članu 91 propisuje i prekršaje za koje odgovara advokat, a za koje je, u zavisnosti od težine prekršaja, predviđena novčana kazna u iznosu od 5.000 do 500.000 dinara.

ZAKLJUČAK

Globalna borba protiv negativnih fenomena kakvi su pranje novca i finansiranje terorizma usloвила je i relativno uniformisan pristup u načinu borbe protiv istih, s tim da se primena konkretnih mera u izvršavanju međunarodno pravne i lokalne regulative razlikovala znatno od države do države, a što je uzrokovano brojnim faktorima kao što su: stepen društveno ekonomskog razvoja, regionalne i lokalne političke prilike, društvena svest o savremenim oblicima kriminala, tehnološki razvoj i sl. Naša država preduzima velike napore u pravcu iskorenjivanja pojave pranja novca i prikrivanja novca i u tom smislu je donela mnogo zakonskih i podzakonskih akata koji sa-

¹⁶ Videti stručni komentar zakona koji je dala Komisija za hartije od vrednosti, op. cit.

drže odredbe relevantne za otkrivanje, dokazivanje i suzbijanje slučajeva pranja novca. Međutim, iako je nesumnjivo da njihovo donošenje a pre svega donošenje novog zakona o sprečavanju pranja novca i finansiranja terorizma predstavlja značajan korak u pravcu efikasnije borbe protiv pranja novca, konačni uspeh zavisiće pre svega od efikasne primene ovog zakona od strane svih institucija, odnosno učesnika u društveno ekonomskom sistemu a najpre obveznika i nadzornih organa (prvenstveno Uprave za sprečavanje pranja novca). Činjenica da se prema nekim podacima u svetu godišnje „opere“ između 500 i 1.500.000 milijardi dolara¹⁷ ukazuje da ova pojava predstavlja ozbiljnu pretnju razvoju međunarodnog finansijskog sistema i svetske trgovine. Ako imamo u vidu sve negativne posledice koje usled toga mogu nastupiti, a s druge strane, imajući u vidu da je pranje novca opasna pojava koja poslednjih godina sve više dobija na zamahu, te

da oblici pranja novca postaju sve složeniji i teži za otkrivanje, jasno je da borba protiv ove pojave mora biti prioritet za svaku zemlju.

LITERATURA

1. Marković, P. (2007) „Pranje novca“, *Pravni informator*, br. 4.
2. Milovanović, M. (2009) „Novi zakon o sprečavanju pranja novca i finansiranja terorizma“, *Revija za bezbednost*, br. 5.
3. Tanjević, N. (2011) „Prilagođavanje Srbije savremenim međunarodnim trendovima u borbi protiv pranja novca – Značaj novog Zakona o sprečavanju pranja novca i finansiranja terorizma“, *Revija za bezbednost*, br. 3.
4. Zakon o sprečavanju pranja novca i finansiranja terorizma, *Službeni glasnik RS*, br. 20/2009.
5. Zakon o izmenama i dopunama Zakona o sprečavanju pranja novca i finansiranja terorizma, *Službeni glasnik RS*, br. 91/10.
6. Zakon o sprečavanju pranja novca, *Službeni glasnik RS*, br. 107/05 i 117/05.
7. Zakon o sprečavanju pranja novca, *Službeni list SRJ*, br. 53/2002.
8. Zakon o izmenama i dopunama Krivičnog zakonika, *Službeni glasnik RS*, br. 72/09.

¹⁷ Prema: Council of Europe, Multidisciplinary group on corruption, Strasbourg, *Feasibility study on the drawing up of a convention on civil remedies for compensation for damage resulting from acts of corruption*, Strasbourg, 15 January 1997, page 4.

9. Konvencija UN protiv nezakonitog prometa opojnih droga i psihotropnih supstanci, *Službeni list SFRJ-Međunarodni ugovori*, br. 14/90.
10. Konvencija Saveta Evrope o pranju, traženju, zapleni i konfiskaciji prihoda stečenih kriminalom, *Službeni list SRJ-Međunarodni ugovori*, br. 7/2002, *Službeni list SCG-Međunarodni ugovori*, br. 18/2005.
11. Konvencija OUN o suzbijanju finansiranja terorizma, *Službeni list SRJ - Međunarodni ugovori*, br. 7/2002.
12. Konvencija OUN protiv transnacionalnog organizovanog kriminala, *Službeni list SRJ-Međunarodni ugovori*, br. 2/2001
13. Konvecija OUN protiv korupcije, *Službeni list SCG-Međunarodni ugovori*, br. 12/2005.
14. Web stranica Uprave za sprečavanje pranja novca
<http://www.apml.org.rs>
15. Web stranica Komisije za hartije od vrednosti,
<http://www.sec.gov.rs/>

Rad primljen: 17. 11. 2011.

UDK: 330.332.14:005.336.

1(497.11)“2006/2011“

JEL: E 61

Stručni rad

REALIZACIJA NACIONALNOG INVESTICIONOG PLANA

IMPLEMENTATION OF THE NATIONAL INVESTMENT PLAN

Mr Bogdan POPOVIĆ
Telekom Srbija ad, Beograd

Rezime

Osnovna ideja Nacionalnog investicionog plana bila je da se realizuju vitalne investicije koje će proizvoditi niz pozitivnih multiplikativnih efekata na razvoj društva u celini. S obzirom da je dobar deo sredstava u okviru NIP-a uloženi u tekuću potrošnju i tekuće održavanje, pozitivan uticaj NIP-a na privredu bio je uglavnom privremen i ostvarivan je preko rasta domaće tražnje. Prethodna vlada je vodila ekspanzivnu fiskalnu politiku koja je imala za posledicu nekontrolisano povećanje javnih rashoda, uz istovremeni pad javnih prihoda. Usled navedenog, normalna situacija gde se tekuće održavanje i tekuća potrošnja finansiraju iz redovnih javnih prihoda supstituisana je velikim ulaganjem sredstava NIP-a u finansiranje tekuće javne potrošnje, što nikako ne može imati pozitivan uticaj na rast BDP-a u budućem periodu.

Ključne reči: NACIONALNI INVESTICIONI PLAN, INFRASTRUKTURNI PROJEKAT, EKSTERNI EFEKTI, TEKUĆA POTROŠNJA, PORESKA REFORMA

Summary

The basic concept behind the National Investment Plan was to support large scale infrastructure investments that would produce a number of positive multiplicative effects on the development of Serbian economy. Given that large part of NIP budget has been used to finance current public expenditures including maintenance, positive effect of NIP on the Serbian economy was temporary and seen mostly through one-off surge in domestic demand. Previous government has led expansionary fiscal policy, affecting the tremendous rise in public expenditures, with simultaneous decrease in public revenues. Due to the above, a steady state whereas current public expenditures should be financed by current public revenues, was substituted by large NIP budget to finance current public expenditures. This may not have positive effect on GDP growth in the future.

Key words: NATIONAL INVESTMENT PLAN, INFRASTRUCTURE PROJECTS, EXTERNAL EFFECTS, CURRENT PUBLIC EXPENDITURES, TAX REFORM

UVOD

U jesen 2006. godine Vlada Republike Srbije, na inicijativu tadašnjeg ministra finansija, pokrenula je Nacionalni investicioni plan¹ (NIP).

Sredstva za nacionalni investicioni plan su obezbeđena od nekoliko krupnih privatizacija, kao što su

¹ Naziv Nacionalni investicioni plan je neadekvatan jer upućuje na zaključak da se radi o projektima od nacionalnog značaja, dok u njemu preovlađuju lokalni i regionalni projekti. Ipak, zbog prepoznatljivosti u analizi će se koristiti skraćenica NIP kao oznaka Nacionalni investicioni plan.

prodaja Mobtela, Vojvođanske banke i dr. S obzirom da je prodajom navedenih privrednih subjekata stranim investitorima smanjeno nacionalno bogatstvo, relevantno je pitanje da li je i u kojoj meri ulaganjima u okviru NIP-a, neutralisan dati efekat? U cilju traženja odgovora na postavljeno pitanje u radu će se proceniti koji deo NIP-a se odnosi na nove investicije i kapitalno održavanje, a koji na tekuće održavanje i druge oblike tekuće potrošnje.

Drugo relevantno pitanje je da li je privatizacijom navedenih privrednih subjekata i ulaganjima kroz NIP došlo do unapređenja strukture državne imovine? Naime, država se prodajom Mobtela, Vojvođanske banke i dr. opravdano povukala iz dela telekomunikacija, bankarstva i dr., ali je važno pitanje da li je i u kojoj meri ulaganjima preko NIP-a država ponovo ušla u delatnosti ko-

je nisu primereni njenoj ulozi u tržišnoj privredi.

Takođe, postaviće se pitanje u kojoj meri su kroz NIP ostvareni makroekonomski ciljevi koji su postavljani na početku njegove realizacije:

- jačanje ekonomije,
- rast društvenog proizvoda,
- rast investicija i izvoza,
- smanjenje nezaposlenosti, i
- poboljšanje životnog standarda.

Pri oceni efekata NIP-a posebno će se analizirati realizacija projekta po godinama u cilju utvrđivanja osnovnih relacija: obim investiranja od strane pojedinih ministarstava, broj projekata, prosečna vrednost po projektu, i dr.

1. AGREGATNI NIVO

Prvobitne procene pretpostavlja-le su da se 1,7 milijardi evra sredstva NIP-a utroši tokom 2006-2007. godine.

Utrošena sredstva NIP-a do 15.05.2010. godine				
Godina	Iznos u RSD	Prosečan kurs	Iznos u EUR	Struktura
2006	9.138.830.367	84,14	108.615.866	11%
2007	39.324.253.753	79,97	491.765.246	48%
2008	23.920.913.938	81,41	293.817.105	29%
2009	11.146.076.510	93,72	118.923.703	12%
2010	535.097.466	97,00	5.516.469	1%
Ukupno	83.530.074.568		1.018.638.389	100%

FINANSIJE

Od svog starta pa do 15.05.2010. godine realizacijom projekata koji su sprovedeni po osnovu NIP-a² ukupno je utrošeno 1,019 milijardi evra.

alizacija u toku cele 2009. godine bila neznatno viša od vrednosti projekata koji su započeti u četvrtom kvartalu 2006. godine.

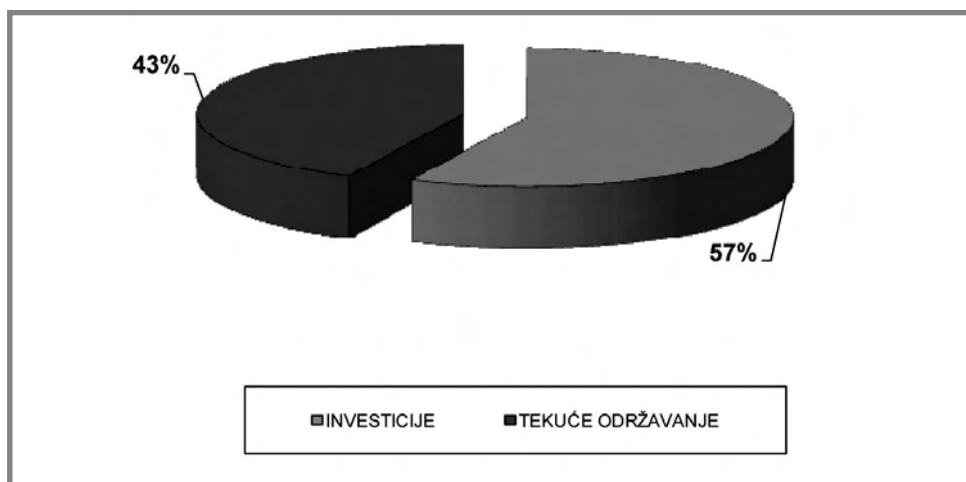
Извршење пројеката НИП-а до 15.05.2010. године		
Naziv korisnika	Iznos у ЕУР	Учеће
МИНИСТАРСТВО ЗА ИНФРАСТРУКТУРУ	236.808.137	23%
КАНЦЕЛАРИЈА (МИНИСТАРСТВО) ЗА НИП	215.737.873	21%
МИНИСТАРСТВО ЕКОНОМИЈЕ-РЕГ.РАЗВОЈ	123.445.550	12%
МИНИСТАРСТВО ЗДРАВЉА	82.665.754	8%
МИНИСТАРСТВО ОДБРАНЕ	47.982.470	5%
МИНИСТАРСТВО РУДАРСТВА И ЕНЕРГЕТИКЕ	40.379.719	4%
МИНИСТАРСТВО ЗА КАПИТАЛНЕ ИНВЕСТИЦИЈЕ	26.952.967	3%
МИНИСТАРСТВО КУЛТУРЕ	23.137.626	2%
МИНИСТАРСТВО РАДА И СОЦИЈАЛНЕ ПОЛИТИКЕ	22.287.685	2%
МИНИСТАРСТВО НАУКЕ	22.088.281	2%
МИНИСТАРСТВО УНУТРАШЊИХ ПОСЛОВА	21.926.257	2%
МИНИСТАРСТВО ПОЉОПРИВРЕДЕ, ШУМАРСТВА И ВОДОПРИВРЕДЕ	21.759.545	2%
МИНИСТАРСТВО ПРОСВЕТЕ	20.000.385	2%
МИНИСТАРСТВО ЗА СПОРТ И ОМЛАДИНУ	14.396.441	1%
МИНИСТАРСТВО ТРГОВИНЕ	13.423.972	1%
МИНИСТАРСТВО ВЕРА	11.959.179	1%
МИНИСТАРСТВО ПРАВДЕ	11.692.366	1%
РЕПУБЛИЧКА ДИРЕКЦИЈА ЗА ВОДЕ	9.483.622	1%
МИНИСТАРСТВО ПРОСВЕТЕ И СПОРТА	8.884.555	1%
МИНИСТАРСТВО ПРИВРЕДЕ	8.445.639	1%
МИНИСТАРСТВО ФИНАНСИЈА	6.061.398	1%
МИНИСТАРСТВО НАУКЕ И ЗАШТИТЕ ЖИВОТНЕ СРЕДИНЕ	6.029.743	1%
МИНИСТАРСТВО ЗА ТЕЛЕКОМУНИКАЦИЈЕ И ИНФОРМАТИЧКО ДРУШТВО	5.168.535	1%
МИНИСТАРСТВО ЗА КОСОВО И МЕТОХИЈУ	4.687.723	0%
ПОРЕСКА УПРАВА	4.221.073	0%
МИНИСТАРСТВО ЗА ЗАШТИТУ ЖИВОТНЕ СРЕДИНЕ (ПРОСТОРНО ПЛАНИРАЊЕ)	3.309.443	0%
МИНИСТАРСТВО СПОЉНИХ ПОСЛОВА	1.552.351	0%
УПРАВА ЗА СПОРТ	1.277.328	0%
МИНИСТАРСТВО ЗА ДРЖАВНУ УПРАВУ И ЛОКАЛНУ САМОУПРАВУ	1.179.818	0%
СЛУЖБА КООРДИНАЦИОНОГ ТЕЛА СРБИЈЕ ЗА ОПШТИНЕ ПРЕШЕВО, БУЈАНОВАЦ	647.139	0%
СЛУЖБА КООРДИНАЦИОНОГ ЦЕНТРА ЗА КОСОВО И МЕТОХИЈУ	575.079	0%
УПРАВА ЦАРИНА	369.714	0%
УПРАВА ЗА ЗАШТИТУ ЖИВОТНЕ СРЕДИНЕ	101.023	0%
УКУПНО	1.018.638.389	100%

Skoro polovina sredstava utrošena je u toku 2007. godine, dok je re-

² Osnovne informacije o funkcionisanju tadašnjeg ministarstva za Nacionalni investicioni plan moguće je videti na sledećem internet sajtu: <http://www.mnip.gov.rs/>.

Pored navedenog, razmatrana je struktura utrošenih sredstava NIP-a po pojedinim ministarstvima:

- Najveći deo sredstava utrošen je po osnovu aktivnosti Ministarstva infrastrukture (236 miliona evra), odnosno ukoliko se sa datim ministar-



stvom zbirno posmatra i Ministarstvo za kapitalne investicije reč je o iznosu od 263 miliona evra, odnosno o 26% ukupno utrošenih sredstava NIP-a.

- Značajan deo sredstava realizovan je direktno od strane nadležnog ministarstva za NIP – 216 miliona evra, odnosno petina od ukupno utrošenih sredstava NIP-a.
- Ministarstvo ekonomije i regionalnog razvoja učestvuje sa 12% ukupno utrošenih sredstava NIP-a, odnosno 123 miliona evra.
- Još samo Ministarstvo zdravlja i Ministarstvo odbrane učestvuju sa

iznosima koji su viši od 5% ukupno utrošenih sredstava NIP-a.

Skoro polovina realizovanih ulaganja po osnovu NIP-a, u posmatranom periodu, imaju karakter tekućeg održavanja, preciznije 437 miliona evra, odnosno 43% od ukupne sume.

Realizacije NIP-a je mogla da spreči smanjenje nacionalnog bogatstva samo u meri u kojoj su sredstava od privatizacije uložena u nove investicije ili kapitalno održavanje³. Deo sredstava od privatizacije koji je u okviru NIP-a, upotrebljen za tekuće održavanje ili

³ Dodatni uslov da bi se očuvalo nacionalno bogatstvo koje je ostvareno privatizacijom je da su sredstva ostvarena od NIP-a efikasno uložena. U slučaju neefikasnog ulaganja nacionalno bogatstvo se smanjuje čak i kada se sredstva ulažu u nove investicije. Ocene efikasnosti ulaganja u okviru NIP-a, zahteva analizu pojedinačnih projekata što prevazilazi ciljeve naše analize. O osnovnim metodološkim postavkama Cost-Benefit analize videti u Rozen (2009).

za ostale oblike tekuće potrošnje, ima za posledicu smanjenje nacionalnog bogatstva.

2. REALIZACIJA PO PROJEKTIMA⁴

Osnovna ideja NIP-a bila je da se realizuju vitalne investicije koje će proizvoditi niz pozitivnih multiplikativnih efekata na razvoj društva u celini. Najvećim delom reč je o infrastrukturnim projektima koji se realizuju u okviru različitih infrastrukturnih delatnosti: telekomunikacije, elektroprivreda, vodovod i kanalizacija, različiti vidovi saobraćaja, poštanske usluge itd.

Dakle, reč je o delatnostima koje imaju veliki značaj ne samo sa stanovišta nesmetanog tekućeg funkcionisanja privrede, već i po osnovu eksternih efekata koje izazivaju. U osnovi mogu se razlikovati eksterni efekti proizvodnje i eksterni efekti potrošnje: „eksterni efekti proizvodnje javljaju se kad na proizvodne

mogućnosti jednog preduzeća utiču izbori drugog preduzeća ili potrošača“, dok „kažemo da neka ekonomska situacija uključuje eksterne efekte potrošnje ako jedan potrošač neposredno vodi računa o proizvodnji ili potrošnji drugoj ekonomskog činioca“. Detaljnije o eksternalijama videti u Varijan (2003).

2.1. Utrošena sredstva u 2006. godini

U toku 2006. godine, po osnovu NIP-a, utrošeno je blizu 107 miliona evra. Od datog iznosa dve trećine su činili projekti koje su sprovedli Ministarstvo za kapitalne investicije, Ministarstvo zdravlja, Ministarstvo trgovine, turizma i usluga, Ministarstvo prosvete i sporta i Ministarstvo privrede.

Sredstva su utrošena na realizaciju aktivnosti po osnovu sprovođenja 239 projekata, što daje prosečnu sumu utrošenih sredstava po projektu od 454.459 evra.

Ministarstvo za kapitalne investicije je u toku 2006. godine realizovalo projekte u vrednosti od blizu 27 miliona evra. Izuzev osam miliona evra koji su utrošeni po osnovu izgradnje dela auto-puta Niš-Dimitrograd-Leskovac, preostalih 18 projekata predstavljali su izgradnju i sanaciju magistralnih i regionalnih puteva.

⁴ Podaci o realizaciji po projektima izvedeni su na osnovu baze podataka koja je Ministarstvu finansija dostavljena od strane Ministarstva za nacionalni investicioni plan. (Autor je u periodu april 2010/april 2011. godine obavljao funkciju Specijalnog savetnika ministra finansija Republike Srbije).

Ministarstvo zdravlja je u toku 2006. godini realizovalo projekte u vrednosti od 16,5 miliona evra. Dominantni deo čini rekonstrukcija 157 domova zdravlja, dok preostali deo predstavljaju ulaganja koja su realizovana po osnovu rekonstrukcije 20 bolnica u Srbiji.

Najvećim delom reč je o ulaganjima koja se ne mogu tretirati kao investicije. Data ulaganja u osnovi predstavljaju investiciono održavanje ustanova koje je potrebno realizovati iz tekućih budžetskih sredstava, a ne iz fondova koji su namenjeni realizaciji velikih investicionih ulaganja.

Ministarstvo trgovine, turizma i usluga je u toku 2006. godini realizovalo projekte u vrednosti od blizu deset miliona evra. Najveći deo ulaganja realizovan je po osnovu realizacije dva projekta: prvog – podsticanje unapređenja kvaliteta ugostiteljske ponude (37%) i drugog – izgradnja skijališta (18%). Preostalih 22 projekta, najvećim delom, predstavljali su ulaganja koja se ne mogu tretirati kao investicije.

Ministarstvo prosvete i sporta je u toku 2006. godine realizovalo projekte u vrednosti od blizu devet miliona evra. Reč je o tri projekta:

- dominantnim delom (71%) – investiciona ulaganja na uni-

verzitetu i drugim nivoima obrazovanja. Projekat je definisan dosta široko, bez fokusa na pojedine aktivnosti, tako da se sa sigurnošću ne može tvrditi da je reč o ulaganju koje se može tretirati kao investicija,

- četvrtina sredstava je utrošena na izgradnju školskih sportskih terena i fiskulturnih sala, i
- neznatna sredstva su utrošena na stručno usavršavanje nastavnika i profesora.

Ministarstvo privrede je u toku 2006. godine realizovalo projekte u vrednosti od 8,4 miliona evra. Iako je reč o 19 projekata, u suštini, može se govoriti o:

- mikrokreditima za samozapošljavanje (30%),
- kreditima za podsticaj za zapošljavanja i proizvodnje u nerazvijenim opštinama (24%),
- inkubatorima za podsticanje preduzetništva (24%), i
- podršci razvoju lokalne infrastrukture pojedinih mesta (12%).

Osim terminološke ne vidi se bitnija razlika između projekta samozapošljavanja i podsticanja preduzetništva.

Ostala ministarstva. Od preostalih ministarstava samo su Mini-

starstvo finansija, Ministarstvo nauke i Ministarstvo vera učestvovali sa oko 5% u ukupnoj sumi utrošenih sredstava.

Pažljivim uvidom u prirodu projekata mogu se uvideti izvesne neloگیčnosti:

- utrošena sredstva po osnovu kreditiranja izvoza ne mogu imati tretman investicionog ulaganja,
- veliki broj projekata koji su realizovani od strane Ministarstva kulture (52), i koji najvećim delom, ne mogu imati karakter investicionog ulaganja,
- projekat vodosnabdevanja dominira u strukturi utrošenih sredstava Republičke direkcije, ali se iz naziva ne može utvrditi da li je reč o pravom investicionom ulaganju.

Samo 40% ukupnih ulaganja po osnovu NIP-a u 2006. godini predstavljaju investicije, dok preostali deo čine ulaganja koja su realizovana u funkciji tekućeg održavanja.

2.2. Utrošena sredstva u 2007. godini

U toku 2007. godine, po osnovu NIP-a utrošena su značajna sredstva 492 miliona evra. Od datog iznosa 70% su činili projekti koje su sproveli Ministarstvo za infrastrukturu,

Ministarstvo ekonomije i regionalnog razvoja, Ministarstvo zdravlja, Kancelarija za NIP i Ministarstvo odbrane.

Sredstva su utrošena na realizaciju aktivnosti po osnovu sprovođenja 775 projekata, što daje prosečnu sumu utrošenih sredstava po projektu od 634.535 evra.

Ministarstvo za infrastrukturu je u toku 2007. godine realizovalo projekte u vrednosti od blizu 133 miliona evra. U suštini reč je o tri grupe projekata:

- sabračajnice na Koridoru 10 – četiri projekta, od kojih je jedan idejni projekat mosta preko Dunava kod Vinče sa cenom od 438.000 evra,
- ulaganje u magistralne i regionalne puteve – 31 projekat,
- ulaganje u lokalne puteve – enorman broj projekata (135), i
- ulaganje po osnovu stanova za zaposlene u državnoj upravi i javnim službama – 13 projekata.

Bez ulaska u raspravu da li je potrebno ili ne, ulagati i u lokalne puteve, ekonomski nije opravdano trošiti sredstva na izgradnju novih lokalnih puteva, ako pre toga nisu u potpunosti izgrađeni međunarodni magistralni i regionalni pravci, odnosno završen Koridor 10, koji je projekat od nacionalnog značaja.

Ministarstvo ekonomije i regionalnog razvoja je u toku 2007. godine, realizovalo projekte u vrednosti od blizu 72 miliona evra. Osnovna odlika ulaganja od strane ovog ministarstva jeste veliki broj projekata – 219, sa skoro duplo nižom prosečnom vrednošću projekta – 329.311 evra. Pojedinačno posmatrano, najvredniji projekat je bio unapređenje kvaliteta ugostiteljske ponude 7,6 miliona evra.

Ministarstvo zdravlja je u toku 2007. godine realizovalo projekte u vrednosti od blizu 52 miliona evra. Dominantni deo čini nastavak rekonstrukcije 157 domova zdravlja (82%). Takođe, nastavljena je realizacija ulaganja po osnovu rekonstrukcije 20 bolnica u Srbiji.

Preostalih pet projekata ima karakter investicionog ulaganja, ali je njihova ukupna vrednost zanemarljiva i iznosi 10% ukupno utrošenih sredstava.

Kancelarija za NIP je u toku 2007. godine realizovala projekte u vrednosti od blizu 51 milion evra. Skoro u potpunosti reč je o sredstvima koja su iskorišćena za realizaciju projekata na teritoriji AP Vojvodina.

Preostalih pet projekata, najvećim delom, predstavljali su ulaganja koja se ne mogu tretirati kao investicije.

U okviru kancelarije za NIP započet je i projekat 1.000 mladih lidera.

Ministarstvo odbrane je u toku 2007. godini realizovalo projekte u vrednosti od blizu 37 miliona evra.

Reč je o dva projekta:

- remontu četiri aviona MIG-29 (69%), i
- nabavci telekomunikacionih sistema (31%).

Ostala ministarstva. Od preostalih ministarstava samo je Ministarstvo rudarstva i energetike učestvovalo sa 5% u ukupnoj sumi utrošenih sredstava.

Uvidom u prirodu preostalih projekata može se uvideti da veliki broj projekata koje su realizovani od strane Ministarstva kulture (79), najvećim delom, nema karakter investicionog ulaganja.

Ulaganja u toku 2007. godine po osnovu NIP-a realizovana su po osnovu investicija u visini od 57%, dok su preostali deo činila ulaganja po osnovu tekućeg odražavanja.

2.3. Utrošena sredstva u 2008. godini

U toku 2008. godine po osnovu NIP-a utrošena su značajna sredstva 294 miliona evra. Primetna je visoka koncentracija utrošenih sredstava. Od datog iznosa 80% su činili

projekti koje su sproveli Ministarstvo za infrastrukturu, Ministarstvo ekonomije i regionalnog razvoja i Kancelarija za NIP.

Sredstva su utrošena na realizaciju aktivnosti po osnovu sprovođenja 410 projekata, što daje prosečnu sumu utrošenih sredstava po projektu od 716.627 evra.

Kancelarija za NIP je u toku 2008. godine realizovala projekte u vrednosti od blizu 117 miliona evra. Skoro u potpunosti reč je o sredstvima koja su iskorišćena za realizaciju projekata na teritoriji AP Vojvodina – 110 miliona evra.

Preostalih šest projekata, najvećim delom, predstavljali su ulaganja koja se ne mogu tretirati kao investicije (interventna sredstva za dopunu sektorskih projekata - dva projekta, domaći zadatak za sve nas - dva projekta, i program radnih praksi - dva projekta).

U okviru kancelarije za NIP u toku 2008. godine započet je već pomenuti projekat vrlo kreativnog naziva – „Domaći zadatak za sve nas“ na koji je utrošeno cca 540.000 evra.

Ministarstvo za infrastrukturu je u toku 2008. godine realizovalo projekte u vrednosti od blizu 82 miliona evra. Polovina datog iznosa potrošena je na pravu investiciju - obilaznica oko Beograda, deonica Dobanovci-Bubanj Potok, sektori 1, 2, 3, 4, 5 i 6. Nastavljen je dalji rad na Koridoru 10 – deonica Niš-Dimitrovgrad-Leskovac-Preševo na šta je potrošeno 7,7 miliona evra. Takođe, zabeležen je pozitivan trend da se u većoj meri realizuje revitalizacija magistralnih i regionalnih puteva, uz manji broj puteva lokalnog karaktera.

Idejni projekat i planska dokumentacija obilaznice oko Beograda - Bubanj Potok-Vinča-Pančevo izrađena je po ceni od 570.135 evra.

Ministarstvo ekonomije i regionalnog razvoja je u toku 2008. godine realizovalo projekte u vrednosti od blizu 37 miliona evra. Osnovna odlika ulaganja od strane ovog ministarstva jeste i dalje veliki broj projekata – 155, sa skoro tri puta nižom prosečnom vrednošću projekta – 235.293 evra. Pojedinačno posmatrano, najvredniji projekat je bio privlačenje direktnih investicija, podsticaj za otvaranje novih radnih mesta, ujednačavanje razvoja za šta je izdvojeno sedam miliona evra. Izgradnja skijališta Stara planina, Kopaonik, Beljanica, Divčibare i Besna kobilica u toku 2008. godine koštala je 3,4 miliona evra. Takođe, značajna ulaganja realizovana su i po osnovu formi-

ranja industrijskih zona i parkova Šabac i Kragujevac.

Pod okriljem datog ministarstva realizovan je i veći broj projekata vodosnabdevanja za koje se ne može a priori tvrditi da predstavljaju investiciona ulaganja.

Ostala ministarstva. Uvidom u prirodu preostalih projekata mogu se uvideti izvesne nelogičnosti:

- pilot-projekat uspostavljanja jedinstvenog biračkog spiska,
- baza podataka žena eksperata,
- unapređenje analitike podataka sektora usluga, koji ni na koji način ne mogu imati karakter investicionog ulaganja.

Ulaganja u toku 2008. godine po osnovu NIP-a realizovana su po osnovu investicija u visini od 57%, dok su preostali deo činila ulaganja po osnovu tekućeg odražavanja.

2.4. Utrošena sredstva u 2009. godini

U toku 2009. godine, po osnovu NIP-a utrošeno je 119 miliona evra. Nastavljena je visoka koncentracija utrošenih sredstava. Od datog iznosa tri četvrtine su činili projekti koje su sproveli Ministarstvo za infrastrukturu, Ministarstvo ekonomije i regionalnog razvoja, *Ministarstvo za NIP i Ministarstvo zdravlja*. Pozitivna okolnost je što

od ukupnih ulaganja u 2009. godini, tri četvrtine čine investiciona ulaganja. U pogledu broja projekata, kao i u pogledu prosečne vrednosti po projektu tokom 2009. godine dolazi do usporavanja tempa ulaganja po osnovu NIP-a. Sredstva su utrošena na realizaciju aktivnosti po osnovu sprovođenja 271 projekata, što daje prosečnu sumu utrošenih sredstava po projektu od 438.732 evra.

Ministarstvo za NIP je u toku 2009. godine realizovalo projekte u vrednosti od blizu 45 miliona evra. Najvećim delom (65%) reč je o izmirenju dela obaveza prema izvođačima radova na izgradnji putne infrastrukture što onemogućava realno sagledavanje datog ulaganja bez dodatnog uvida u analitiku po datom osnovu.

Značajna sredstva uložena su i u infrastrukturnu podršku razvoju automobilske industrije – 5,3 miliona evra, kao i razvoju lokalne putne infrastrukture u najnerazvijenijim opštinama – 4,2 miliona evra.

Ministarstvo za infrastrukturu je u toku 2009. godine realizovalo projekte u vrednosti od 22 miliona evra isključivo po osnovu izgradnje Koridora 10.

Ministarstvo ekonomije i regionalnog razvoja je u toku 2009. godi-

ne relizovalo projekte u vrednosti od 14 miliona evra. Osnovna odlika ulaganja od strane ovog ministarstva jeste i dalje veliki broj projekata – 118, sa znatno nižom prosečnom vrednošću projekta – 119.784 evra. Pojedinačno posmatrano, najvredniji projekat je bio izgradnja pristaništa na arheološkom nalazištu Lepenski vir, za šta je izdvojeno 1,1 milion evra. Pod okriljem datog ministarstva realizovan je i veći broj projekata manje vrednosti po osnovu vodosnabdevanja, izgradnje industrijskih zona, itd. Upadljiv je projekat pod nazivom „Poslovni planovi prioriternih turističkih destinacija“ čija je vrednost iznosila 309.392 evra.

2.5. Utrošena sredstva u 2010. godini

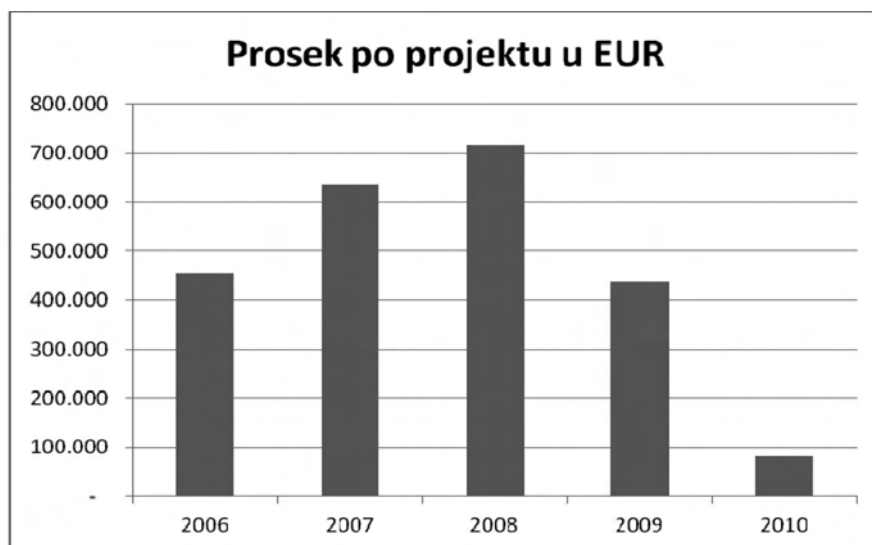
Do 15. 5. 2010. godine⁵ po osnovu NIP-a, utrošeno je svega 5,5 miliona evra. Po osnovu investicija uloženo je 69% pomenutog iznosa.

Plan NIP-a za 2010. godinu iznosio je 26,52 mlrd. dinara, odnosno 260 miliona evra, za šta je konkurisalo blizu 2.000 projekata

vrednih 900 mlrd dinara. Nadležno ministarstvo je predložilo, a Vlada Republike Srbije je usvojila listu od 389 projekata, razvrstanih u sedam programa. Na žalost, mnogi od planiranih projekata nisu ostvareni, pa je njihov završetak odložen na izvestan period. U praktičnoj realizaciji NIP-a za ovu godinu ispoljio se niz negativnih posledica:

- nije ostvarena potrebna koncentracija resursa za efikasnu realizaciju planiranih projekata. Obilaznica oko Beograda, koja je zvanično deo Koridora 10, kasni sa realizacijom više godina. Pojedine deonice poluauto-puta Obilaznice prelaze cenu od deset miliona evra po kilometru, što ilustruje enormnu neefikasnost realizacije datog projekta. Ukoliko bi se u punoj meri valorizovao direktni gubitak vremena koji radni ljudi, kao i tranzitni putnici imaju po osnovu saobraćajnih gužvi u Beogradu, za rezultat bismo imali višestruke stope IRR koje

⁵ Autor nije raspolagao podacima dovoljnog stepena analitičnosti za celu 2010. godinu, tako da je detaljna analiza obuhvatila period zaključno s pomenutim datumom, dok će se za narednu 2011. godinu, apostrofirati samo globalni trendovi koji se mogu uočiti na bazi agregatnih podataka.



bi dati projekat svrstao u prioritet najvećeg ranga⁶;

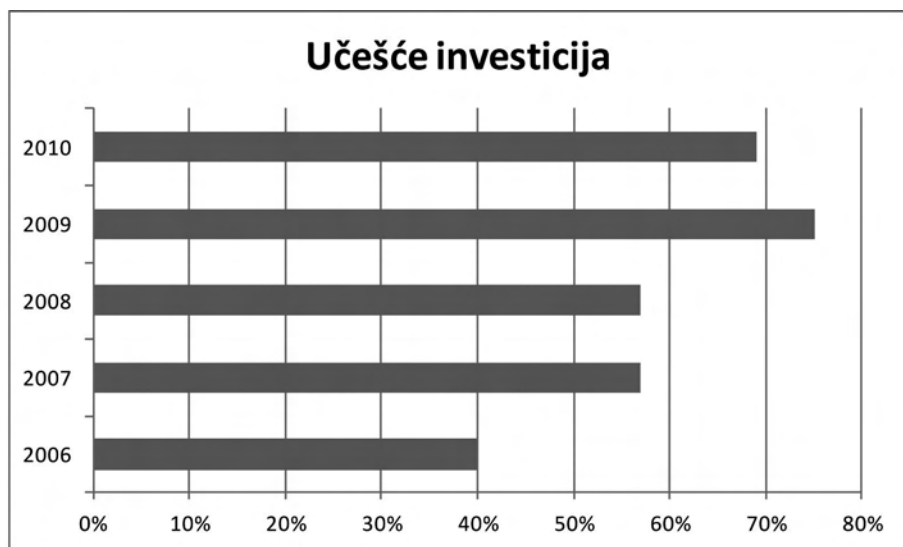
- insistiranje na velikom broju prioriteta koji se definišu u isto vreme, devalvira značaj pojedinačnih projekata. Veliki broj započetih projekata, koji se ne realizuju u skladu sa planiranim rokovima, dovodi do pada njihove rentabilnosti sa stanovišta realne ekonomske analize troškova i koristi. U suštini, izbor prioriteta podrazumeva fo-

kusiranje na mali broj važnih stvari;

- u punoj meri ispoljio se nedostatak kapaciteta Republike Srbije za efikasno upravljanje pojedinim infrastrukturnim projektima.

Primeru radi, odluka o rasporedu sredstava za realizaciju projekata NIP-a, devet puta je menjana u toku 2010. godine od strane nadležnih u Ministarstvu ekonomije i regionalnog razvoja, a za projekte koji se tiču

⁶ Ukoliko se pođe od realnih parametara, reč je o direktnom gubitku od oko 250 miliona evra godišnje, što je na nivou polovine budžeta Grada Beograda za prošlu godinu, ili skoro jednako vrednosti NIP-a za 2010. godinu. Ako se ima u vidu da je otežano funkcionisanje gradskog saobraćaja prisutno u poslednjih pet godina, kao i da, ako se ovim tempom gradnja obilaznice nastavi, saobraćaj će biti otežan i narednih pet godina, ukupan gubitak iznosi 2,5 mlrd evra.



njegovog razdela. Poslednja izmena odluke objavljena je u SG RS broj 98 od 24. decembra 2010. godine⁷. Projekti (ukupno 87) su realizovani u 56 opština/gradova u Srbiji u planiranoj visini od 619,5 miliona RSD. Doduše, ostvaren je visok stepen realizacije od 96%, ali to je istovremeno i posledica post festum planiranja koje se inkorporiralo tokom te godine.

Na bazi podataka o realizaciji projekata NIP-a po godinama utvrđena je prosečna vrednost po projektu u posmatranom periodu. Vrednost prosečnog projekta rapidno raste u periodu pre svetske ekonomske krize, da

bi u 2009. godini pala na nivo koji je neznatno ispod 2006. godine.

Istovremeno, zabeležen je pozitivan trend rasta učešća investicija u ukupno utrošenim sredstvima po osnovu NIP-a u poslednje dve godine.

3. REALIZACIJA NIP-a U 2011. GODINI

Budžet za 2011. godinu predviđeo je ukupne kapitalne rashode u visini od 31,5 mlrd. RSD, što je skoro u potpunosti potvrđeno odlukom⁸ Vlade Republike Srbije iz aprila ove godine kojom se utvrđu-

⁷ <http://narr.gov.rs/index.php/Aktivnosti/Upravljanje-infrastrukturnim-projektima/Upravljanje-infrastrukturnim-projektima-NIP-a>

⁸ <http://www.mnip.gov.rs/nip/Repository/Files/Download/Odluka%20o%20raspodeli%20sredstava%20za%20realizaciju%20NIP-a%20za%202011.pdf>

je raspored i korišćenje sredstava za realizaciju projekata NIP-a gde je opredeljeno 29,7 mlrd RSD.

Ukupne uštede koje je rebalansom budžeta za 2011. godinu, na republičkom nivou, bilo nužno ostvariti – da bi deficit Republike bio u granicama dozvoljenog povećanja za 13 mlrd. dinara – iznosile su oko 24 mlrd. dinara. Ovako veliko prilagođavanje nije moglo biti ostvareno bez grubih, ad hoc, ograničenja potrošnje budžetskih korisnika⁹.

Najveći deo ušteta obezbeđen je smanjivanjem kapitalnih rashoda (8 mlrd RSD) i rashoda finansiranim iz sopstvenih sredstava budžetskih korisnika (6,4 mlrd RSD). Smanjenje kapitalnih rashoda realizovano je u visini od 27% prvobitno odobrenog iznosa za NIP odlukom Vlade RS.

Nakon usvajanja rebalansa budžeta, Vlada RS je saopštila da je usvojeni rebalans usaglašen sa Međunarodnim monetarnim fondom i da predviđa budžetski deficit od

142,7 mlrd. RSD. Između ostalog, objašnjeno je da iako se povećava budžetski deficit, neće biti odlaganja infrastrukturnih projekata usled prolongiranja plaćanja radova iz poslednjeg kvartala ove godine u narednu godinu.¹⁰ Međutim, svakodnevno stižu informacije kako se kasni s realizacijom infrastrukturnih projekata u odnosu na planirane rokove.

ZAKLJUČAK

Na osnovu svega navedenog, mogu se izvući odgovarajući zaključci:

- prvobitni plan NIP-a nije realizovan: umesto 1,7 milijardi evra uloženo je 1 milijarda evra, u duplo dužem vremenskom periodu;
- u okviru NIP-a, preovlađuje veliki broj malih projekata lokalnog karaktera koji se završavaju u kratkom roku;
- nije dosledno razgraničeno tekuće održavanje od investicija (skoro polovina uložених sredstava ne može imati tretman investicionog ulaganja);
- postoji niz projekata koje uopšte nije trebalo ni počinjati;
- ispoljena je visoka neefikasnost u pogledu realizacije velikih infrastrukturnih projekata.

⁹ http://fiskalnisavet.rs/images/dokumenti/ocena_rebalansa_budzeta.pdf

¹⁰ <http://www.protivsiromastva.net/index.php/aktivnosti/aktivnosti-clanica/81-osvrt-na-saopštenje-vlade-republike-srbije-o-usvajanju-rebalansa-budzeta-za-2011-godinu->

Proklamovani makroekonomski ciljevi nisu ostvareni, ili su ostvareni samo delimično:

- jačanje ekonomije (neznatno),
- rast društvenog proizvoda (minimalan),
- rast investicija i izvoza (delimičan),
- smanjenje nezaposlenosti (zanemarljivo), i
- poboljšanje životnog standarda (delimično).

S obzirom da je dobar deo sredstava u okviru NIP-a uložen u tekuću potrošnju i tekuće održavanje, pozitivan uticaj NIP-a na privredu bio je uglavnom privremen i ostvaren je preko rasta domaće tražnje. Štaviše, finansiranje tekuće potrošnje i tekućeg održavanja sredstvima iz NIP-a doprinelo je, preko rasta domaće tražnje, povećanju spoljnog deficita.

Dugoročni pozitivan uticaj NIP-a na privredu je uglavnom izostao, zbog toga što sredstva nisu u potpunosti uložena u nove investicije.

Na kraju može se postaviti pitanje zašto je tokom realizacije NIP-a ispoljena velika neefikasnost u više segmenata? Odgovor je potrebno potražiti na drugoj strani. Prethodna vlada je vodila ekspanzivnu fiskalnu politiku koja je imala za posledicu nekontrolisano povećanje javnih

rashoda, uz istovremeni pad javnih prihoda. Usled navedenog normalna situacija gde se tekuće održavanje i tekuća potrošnja finansiraju iz redovnih javnih prihoda supstituisana je velikim ulaganjem sredstava NIP-a u finansiranje tekuće javne potrošnje, što nikako ne može imati pozitivan uticaj na rast BDP-a u budućem periodu.

Predlog u funkciji podizanja efektivnosti NIP-a.

Neophodno je sprečiti da se greške napravljene tokom pet prethodnih godina ne ponove. Već sada postoje signali da bi se to moglo dogoditi – umesto da se sredstva usmere na završetak obilaznice oko Beograda i konačni završetak Koridora 10, predlaže se početak izgradnje međunarodnog auto-puta prema Južnom Jadranu.

Dodatno, postoje predlozi da se istovremeno počne sa izgradnjom mreže regionalnih auto-puteva (Požarevac-Preljina, Paraćin-Zaječar, Ruma-Šabac, Koridor 10 - Kragujevac). Posledica će biti da u srednjoročnom periodu ni jedan od njih neće biti završen i stavljen u funkciju, a vrlo je neizvesno da li su realizacije svih navedenih auto-puteva u skladu sa srednjoročnim fiskalnim kapacitetom Srbije.

Osim toga, postoje indicije da se ponovo planira finansiranje velikog broja projekata male vrednosti, kao i projekata koji pripadaju tekućem održavanju. Stoga je imperativno neophodna prioriterizacija projekata na osnovu ekonomskih kriterijuma, a ne na osnovu političkih potreba uticajnih grupa.

Predlog je da se NIP za 2012. godinu definiše tako da se omogući preusmerenje sredstava na mali broj velikih infrastrukturnih projekata.

Opšti preduslov za stabilizaciju celokupnih javnih finansija Republike Srbije je da se u što skorijem roku sprovede poreska reforma¹¹ koja bi kao osnovnu polugu imala smanjenje poreza na prihode od rada i kapitala, uz istovremeno povećanje poreza na potrošnju, što bi rezultiralo nizom pozitivnih uticaja u relativno kratkom roku.

LITERATURA

1. Arsić M., Altiparmakov N., Randelović S., Bučić A., Vasiljević D., i Levitas T. 2010. *Poreska politika u Srbiji – Pogled unapred*, USAID Segal projekat, Beograd.
2. http://fiskalnisavet.rs/images/dokumenti/ocena_rebalansa_budzeta.pdf
3. <http://narr.gov.rs/index.php/Aktivnosti/Upravljanje-infrastrukturnim-projektima/Upravljanje-infrastrukturnim-projektima-NIP-a>
4. <http://www.mnip.gov.rs/>
5. <http://www.mnip.gov.rs/nip/Repository/Files/Download/Odluka%20o%20raspodeli%20sredstava%20za%20realizaciju%20NIP-a%20za%202011.pdf>
6. <http://www.protivsiromastva.net/index.php/aktivnosti/aktivnosti-clanica/81-osvrt-na-saoptenje-vlade-republike-srbije-o-usvajanju-rebalansa-budeta-za-2011-godinu>
7. Rozen, H., i Gejer T. 2009. *Javne finansije (Public Finance)*. Osmo izdanje. Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu.
8. Varian, R. H. 2003. *Mikroekonomija – Moderan pristup*. Ekonomski fakultet Beograd na bazi originala *Intermediat Microeconomics a Modern Approach* – Fifth edition Hal R. Varian, University of California at Berkeley.

¹¹ Šire o tome videti u Arsić (2010).

Rad primljen: 12. 09. 2011.

UDK: 005.334:336.717.137.3(497.11)

JEL: G 21

Stručni rad

UPRAVLJANJE NAPLATOM POTRAŽIVANJA U BANKARSKOM SEKTORU SRBIJE U VREMENU KRIZE

COLLECTION MANAGEMENT IN SERBIAN BANKING SECTOR DURING THE CRISIS

**Lidija BARJAKTAROVIĆ¹,
Snežana POPOVČIĆ-AVRIC, Marina ĐENIĆ,
Fakultet za ekonomiju, finansije i administraciju, Beograd**

Rezime

Upravljanje naplatom potraživanja je glavna oblast modernog bankarstva. Naročito, dolazi do izražaja sa pojavom krize i generalnih problema nelikvidnosti same privrede, kada se banke susreću s rastom nenaplativih kredita u svom portfoliju (sa prosečnih 2% na 20% u Evropi) što ima direktan uticaj na kvalitet portfolija (u smislu klasifikacije, rezervacija i profitabilnosti). Uticaj se ogleda na profitabilnost banke što se može videti kroz bilans uspeha (u svojoj ranoj fazi) i kapital banke (u kasnijoj fazi).

¹ 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.

U skladu s tim, menadžment banke mora da upravlja naplatom potraživanja u cilju stvaranja najboljeg modela koji će obezbediti ili unaprediti kvalitet kreditnog portfolija. Ovo je ujedno najveći izazov za bankarski sektor. Ovaj rad naglašava kompleksnost naplate kreditnih potraživanja i predlaže novi model za naplatu kreditnih potraživanja pravnim licima u bankarskom sektoru Srbije.

Ključne reči: UPRAVLJANJE NAPLATOM, KREDITNI RIZIK, PROBLEMATIČNI KREDITI (NPL), VEROVATNOĆA NENAPLATE KREDITA (LGD), POSEBNA REZERVISANJA

Summary

Credit collection management is one of the major areas of today's modern banking. With the appearance of the economic crisis and coming into general illiquidity in the economy itself, banks increasingly have to manage portfolios with constant non-perform loans increase (from 2% in average up to 20% in the area of Europe) which has direct impact on the quality of the portfolio (in terms of classification, reservation and profitability). Influence is reflected both in profitability through the income statement of commercial banks (in its early stage) and the capital of the banks themselves (in the late stage). For that reason management have to manage collection management in a way to create the best model that can retain or improve the quality of credit portfolio. This issue is one of the biggest challenges for the banking sector. The paper points to the complexity of the credit collection model and proposes a new model for the collection for corporate loans in Serbian banking division.

Key words: COLLECTION MANAGEMENT, CREDIT RISK, NPL, LGD, SPECIFIC PROVISIONING

UVOD

Upravljanje naplatom ima uticaj na profitabilnost banke i sve parametre rizika (verovatnoća nenaplate kredita, standardni troškovi rizika i rizikom determinisana cena), smanjenje novih nenaplativih kredita (NPL) i poboljšanje kvaliteta kreditnog portfolija. U vremenu krize raste nivo nenaplativih kredita u ukupnom kreditnom portfoliju banke. U Srbiji pre vremena krize ovaj odnos se kretao u proseku između 3% i 5%, a sada je u proseku između 10% i 17%, a slučaju nekih banaka dostiže nivo od 20% (na kraju četvrtog kvartala 2010. godine prema podacima Narodne banke Srbije). Ovako nepovoljna struktura direktno ugrožava kvalitet portfolija i u skladu s tim povećava troškove rezervacija. To znači da je dodatna izloženost neophodna ali ograničena, zato što je teško pokriti troškove postojećeg portfolija.

U cilju unapređenja kvaliteta i profitabilnosti portfolija, predlažemo model naplate kreditnih potraživanja pravnim licima (na osnovu analize trenutnog portfolio Erste Bank a. d. Srbija). Ovaj model je našao praktičnu primenu u Erste Bank a. d. Srbija krajem oktobra

2010. godine. Prave efekte uvođenja ovog modela videćemo u narednom periodu.

1. UPRAVLJANJE NAPLATOM KREDITNIH POTRAŽIVANJA – DEFINICIJA I ZNAČAJ

Upravljanje naplatom predstavlja proces planiranja, organizovanja, kontrole i monitoringa kreditnih klijenata banke s ciljem izmirenja obaveza nastalih po osnovu kreditnog posla. Ovi procesi se pre svega ogledaju u prilagođavanju uslova kredita realnim potrebama i mogućnostima klijenata, stalnoj komunikaciji na relaciji dužnik-poverilac, restrukturiranju i dodatnom prilagođavanju otplatnog plana novonastalom aktivnošću klijenta. Važnost svih ovih pratećih procesa nikako ne sme biti zanemarena. Naprotiv, banka kao poverilac mora biti svesna da samo na partnerskoj i veoma bliskoj saradnji sa svojim klijentima, može graditi zdrav portfolio bez kašnjenja i bez problema u naplati dospelih dugova.

U skladu sa Bazelom II² kreditni portfolio banke se sastoji od: 1) PL kredita (*Performing loan* – živi krediti koji nisu proglašeni dospelim)

² Relevantna regulativa za upravljanje rizicima u bankarstvu je determinisana Bazelskim sporazumima [dostupna na sajtu: www.bis.org]. Takođe, važna regulative za upravljanje

kod kojih nema kašnjenja u otplati ili je kašnjenje po osnovu glavnice ili kamate kraće od 90 dana i 2) NPL krediti (*Non-Performing Loan* – krediti koji su proglašeni dospelim) koji su dospeli ili kod kojih nisu ispoštovani uslovi pod kojima su odobreni.

Najvažnije koristi koje uspešna naplata donosi su: 1) direktno utiče na profitabilnost banke, bilo kroz oslobađanje rezervacija ili kroz ostale prihode, 2) umanjuje efekat novog *NPL-u* i na taj način poboljšava kvalitet portfolija, 3) utiče na parametre rizika, pre svih na *LGD* (*Loss Given Default*), koji je jedan od glavnih determinanti *SRC* (*Standard Risk Cost*), a koja je opet jedna od glavnih determinanti korigovane cene za rizik (*Risk Adjusted Price*).

Najveći uticaj naplate i ujedno i najočigledniji je kroz smanjenje re-

zervacija, bilo da su one knjižene na poziciji bilansa uspeha ili na poziciji kapitala. U oba slučaja, nastaje oslobađanje rezervacija, što direktno utiče na povećanje profitabilnosti ili na „oslobađanje kapitala“. Za sve one klijente koji imaju procenat rezervacija definisan na grupnom nivou, naplata ima mali uticaj, iz razloga što je za njih i procenjena mala verovatnoća da će doći do bilo kakvih problema u naplati. S druge strane, oni klijenti koji su u problemu, ili čija je verovatnoća naplate mala, imaju procenat rezervacija u odnosu na bruto iznos potraživanja izuzetno visok (30%, 50%, 70%...). Naplatom, ovih potraživanja banka automatski oslobađa taj deo troška u bilansu uspeha ili na kapitalu.

Primer³: Banka potražuje od klijenta jedan milion evra (glavnica sa

naplatom je u lokalnoj regulativi svake zemlje vezanoj za obavljanje posla privrednih subjekata, process likvidacije i stečaja kompanija, i zakona vezanih za kolaterale (hipoteke, zaloge, itd.). PL i NPL termini se već neko vreme koriste u našoj praksi, ali ni jedan ni drugi nemaju univerzalnu definiciju. Tačnije, mnogi smatraju NPL kreditom koji nije „u saglasnosti sa“ inicijalno ugovorenim uslovima kredita. Na primer, kreditni ugovor može da sadrži rezervacije koje bi ubrzale naplatu kredita u slučaju da određeni uslovi nisu ispoštovani. Ove rezervacije ne moraju da imaju nikakve veze s krajnjom vrednošću kredita ili sposobnosti dužnika da izmiruje obaveze ili da ih isplati u momentu dospeća. Performing kredit ili živi zdravi kredit (PL) se najčešće definiše kao kredit na kome isplata glavnice i kamate nema kašnjenja duža od 90 dana. PL ugovor i odgovarajuća potraživanja i obezbeđenje zadovoljavaju zahteve otplatnog plana u svakom momentu.

³ Primeri bazirani na važećoj zakonskoj regulativi [dostupno na sajtu: www.nbs.rs].

dospelom redovnom kamatom) i to je bilansni deo potraživanja. Takođe, potražuje još i 0,2 miliona evra zateznih kamata i naknada, što knjiži vanbilansno. Ukupna potraživanja su 1,2 miliona evra. Bilansni deo je rezervisan sa 0,6 miliona evra, a vanbilansni deo sa 0,2 miliona evra što znači da su ukupne rezervacije 0,8 miliona evra.

Ukoliko banka, prodajom kolateralne recimo, uspe da naplati svih 1,2 miliona evra, banka će direktno ostvariti umanjenje troška na poziciji bilansa uspeha i to kroz smanjenje rezervacija u iznosu od 0,6 miliona evra, i takođe, prihodovati još i po osnovu ostalih prihoda još 0,2 miliona evra (jer je uspeo da se naplati i vanbilansni deo). Na ovaj način ukupan uticaj na profitabilnost banke je povećanje rezultata za 0,8 miliona evra.

U praksi, ovo predstavlja vrlo značajan benefit, posebno za banke čiji kreditni portfolijo ne raste ili ima tendenciju pada.

S druge strane, kontrolisan rast *NPL* portfolija je jedan od najvažniji zadataka koje banka ima u toku poslovne godine. Ovaj podatak je postao izuzetno zahtevan, posebno s nastupanjem ekonomske krize, jer je većina banaka došla u situaciju da im kreditni volumeni na nivou port-

folija stagniraju ili mnogo češće padaju, a da u isto vreme *NPL* prirodno raste. Ako na ovaj normalni rast dodamo i onaj rast koji je prouzrokovao ekonomskom krizom, primećujemo da se procentualno posmatrani odnos *NPL-a* i ukupnog volumena drastično povećava. Ako je procenat pre ekonomske krize bio 3% do 5%, sada je 10% do 17%, a neretko i 20%. Ovako loša struktura direktno ugrožava kvalitet portfolija i poskupljuje ga. Na taj način dodatni plasman u ciju povećanja volumena je obavezan ali limitiran, iz razloga nemogućnosti da se prevaziđu troškovi postojećeg portfolija.

I na kraju, ali nikako najmanje važno, naplata i upravljanje *NPL-om* je glavna determinanta *PD* (*Probability of Default* ili Verovatnoće neplaćanja) i *LGD* (zadate vrednosti za koju očekujemo da neće biti naplaćena u slučaju *defaulta*).

2. PREDLOG MODELA ZA UPRAVLJANJE NAPLATOM KREDITNIH POTRAŽIVANJA

Kreditni rizik se definiše kao verovatnoća da banka neće biti u stanju da naplati svoja ukupna potraživanja od klijenta, kako po osnovu glavnice tako i po osnovu svih

pripadajućih kamata. S obzirom na konkretan izvor nastanka kreditnog rizika možemo da razlikujemo tri tipa ovog rizika: 1) rizik naplativosti (*default risk*) je rizik koji postoji još u trenutku kada je kredit odobren odnosno instrument emitovan, jer već tada svaki klijent/emitent ima neki kreditni rejting, a svakom rejtingu moguće je pripisati određenu verovatnoću *defaulta* odnosno neizvršenja; 2) rizik kreditne premije je rizik da će se kreditna premija promeniti i uticati na pogoršanje performansi klijenta/emitenta, te potencijalno stvoriti probleme u otplati kredita; i 3) rizik pogoršanja kreditnog rejtinga je rizik da će doći do pogoršanja kreditnog rejtinga klijenta u periodu kada je kredit aktivan tj. u periodu njegove otplate.

Kreditni rizik može da se posmatra i u bankarskoj knjizi i u knjizi trgovanja. U bankarskoj knjizi je nastanak kreditnog rizika jedna od ključnih opasnosti po bankarski portfolio, jer ukoliko dođe do nemogućnosti naplate potraživanja od nekoliko ključnih klijenata banka može da zapadne u problem nesolventnosti. Ipak, kreditni rizik u ovom domenu ne odnosi se samo na nemogućnost naplate potraživanja usled bankrotstva dužnika već i na nekoliko dodatnih događaja kao što

su: kašnjenje u naplati potraživanja i restrukturiranje kredita usled pogoršanja kreditne sposobnosti dužnika. Prvi razlog nije toliko opasan, jer se većina problema ove prirode rešava na adekvatan način. Mnogo veća opasnost leži u restrukturiranju kredita, jer taj čin jasno oslikava pad kreditnog rejtinga i samim tim opasnost od nemogućnosti povraćaja uložених sredstava po banku. Merenje kreditnog rizika u bankarskoj knjizi je netrivialan posao, ne toliko s tehničke strane koliko problem predstavlja dostupnost podataka koji se odnose na verovatnoće *defaulta*, sredstva koja se mogu naplatiti naknadno (nakon *defaulta*), efekat diverzifikacije koji postoji u bankarskom portfoliju. Kroz model naplate banka ne samo da upravlja stepenom *defaulta*, već i svim onim predfazama koje sleduju.

Jedna banka se smatra uspešnom u zavisnosti da li, i u kojoj meri su tri glavna kriterijuma zadovoljena: 1) volumeni novoodobrenih kredita i ostvarenje rasta kreditnog portfolija banke; 2) profitabilnost na nivou banke; 3) stepen nenaplativosti potraživanja. Iz ovoga se jasno vidi, da je naplata potraživanja jedan od tri najvažnija cilja za banku.

Model za upravljanje naplatom kreditnim potraživanjima bi trebalo

da ima sledeću strukturu: 1) ciljevi modela, 2) organizacija modela, 3) instrumenti modela, 3) kontrola i monitoring u okviru modela (*PL i NPL*).

2.1. Ciljevi modela za upravljanje naplatom kreditnim potraživanjima

Osnovni ciljevi upravljanja napolom kreditnog portfolija banke su: 1) uredno servisiranje obaveza od strane dužnika, 2) minimizirati kašnjenja kod dužnika u izmirivanju obaveza, 3) minimizirati broj loših plasmana (*NPL*) u kreditnom portfoliju.

Ipak upravljanje napolom je mnogo više od toga. Napredni ciljevi upravljanja napolom kreditnog portfolija banke su: 1) usklađivanje dodatnih troškova na problematičnim klijentima sa napolom potraživanja od problematičnih klijenata, s ciljem što manje volatilnosti troškova na bilans uspeha banke; 2) predviđanje potencijalnih problema i alokacija budućih troškova. Upravljanje napolom za svoj napredni cilj podrazumeva da troškovi jedne godine rastu progresivno, i to od 0 do zacrtane cifre za tu godinu. Jedino kroz konstantan trošak moguće je i bolje predviđanje ukupnog rezultata banke. Volatilnost ovih troškova je nepoželjna.

2.2 Organizacija modela za upravljanje napolom kreditnim potraživanjima

Organizacija modela za upravljanje napolom kreditnim potraživanjima podrazumeva: 1) kriterijume za klasifikaciju dužnika jednog portfolija, 2) učesnici i zaduženja u okviru modela.

Jako je veliki broj **kriterijuma po kome se dužnici jednog portfolija mogu podeliti i razvrstati**. Neki od osnovnih kriterijuma podele dužnika u okviru kreditnog portfolija banke su na osnovu: izloženosti prema klijentu, industrije, ročnosti, ocene boniteta klijenta (*rating*), diverzifikacija po korpama kašnjenja (četiri najčešće korpe kašnjenja su: kašnjenja do 30 dana, kašnjenja od 30 do 60 dana; kašnjenja od 60 do 90 dana i kašnjenja preko 90 dana).

U kontekstu naplate potraživanja dve su ključne determinante kvaliteta portfolija i njene diverzifikacije: 1) ocena boniteta klijenta – rejting, 2) kašnjenje, odnosno raspodela klijenata po korpama kašnjenja.

Rejting klijenta, odnosno ocena njegovog boniteta, predstavlja verovatnoću da će klijent izmirivati svoje obaveze o roku dospeća. Rejting svakog klijenta sastoji se iz dve najvažnije komponente, i to: kvantitativni i kvalitativni deo rejtinga.

Kvalitativni deo rejtinga se odnosi na ocenu boniteta klijenta baziranoj na njegovim finansijskim izveštajima. To nije ništa drugo nego ponderisan prosek određenih racio pokazatelja i to oni za koje se na osnovu istorijskih podataka zaključilo da najbolje oslikavaju verovatnoću da će klijent zapasti u probleme odnosno u nemogućnost da izmiruje obaveze.

Kvalitativni deo rejtinga podrazumeva sve one faktore koji nisu deo finansijskog stanja preduzeća, a tiču se industrije, menadžmenta, tržišta, kao i dosadašnjeg poslovanja klijenta. Pod dosadašnjim poslovanjem klijenta podrazumeva se dosadašnja kreditna istorija klijenta u izmirivanju obaveza prema poveriocima, bile to banke ili dobavljači. Ovo je jedan od jako važnih faktora prilikom određivanja ne samo kvalitativnog dela rejtinga, već i ukupnog rejtinga klijenta.

Pored dana kašnjenja, kao jedne od determinanti kvantitativnog dela rejtinga, ovaj deo ocene boniteta klijenta obuhvata: vlasničku strukturu, menadžment privrednog društva, strategiju privrednog društva, analizu industrijske grane u kojoj privredno društvo obavlja delatnost, analizu tržišne pozicije privrednog društva, poslovni ciklus u kome se

nalazi privredno društvo i *SWOT* analizu.

Na osnovu ovih rejting kategorija, izdvaja se potreba na podelu klijenata u dve velike grupe, odnosno na: 1) likvidne klijente banke (*PL*) čije poslovanje je dovoljno za servisiranje obaveza. Likvidni klijenti banke su oni klijenti koji uredno izmiruju obaveze kao i oni klijenti koji imaju kašnjenja koja nisu duža od 90 dana; 2) nelikvidne klijente banke (*NPL*) čije poslovanje nije omogućilo vraćanje inicijalno ugovorenih obaveza i zahteva definisanja novih uslova vraćanja obaveza s jedne strane, ili naplate potraživanja iz sekundarnih izvoda otplate (najčešće instrumenata obezbeđenja) s druge strane. Nelikvidni klijenti banke su oni kod kojih je nastupio default. U skladu sa Bazalom II dva događaja mogu da budu okidač za tretiranje klijenta kao *NPL*, a to su kreditna institucija smatra da je mala verovatnoća da će klijent isplatiti sve svoje kreditne obaveze, i kašnjenja preko 90 dana u materijalno značajnom iznosu.

Iz sve prethodno rečenog proizilazi da su glavni kriterijumi za određivanje kategorije klijenata u zavisnosti da li oni pripadaju *PL* ili *NPL* portfoliju. Za *PL* kreditni portfolio dva su kriterijuma: rejting, dani

kašnjenja i ekspertno mišljenje (bazirano na individualnoj proceni Sektora upravljanja rizikom). Za *NPL* kreditni portfolio takođe dva su kriterijuma: restrukturiranje ili naplata iz instrumenata obezbeđenja odnosno stečaja.

Glavni subjekti u kreditno-dužničkom odnosu su poverioci (banke) i dužnici (preduzeća).

Banke predstavljaju jednog od glavnih učesnika na finansijskom tržištu. Centralne banke upravo preko poslovnih banaka sprovode monitorno-kreditnu politiku u upravljanju njome. Banka je vrlo kompleksna finansijska institucija s velikim brojem organizacionih jedinica i različitim profilom ljudi. U kontekstu naplate potraživanja kao i sagledavanja ukupnog kreditnog rizika, moguće je definisati nekoliko sektora (odeljenja) koja su kritična za ovaj proces. To su: 1) sektor za kreditiranje privrede, 2) sektor upravljanja rizikom (Direkcija upravljanja korporativnim kreditnim rizikom (*Corporate Credit Risk Management*), Direkcija upravljanja kolateralom (*Collateral Management*) i Direkcija upravljanja naplatom (*Collection Management*), 3) kreditni odbor, 4) sektor pravnih poslova i sektori i odeljenja podrške (kreditna administracija).

Važno je da navedeni organizacioni delovi banke imaju dobru poslovnu saradnju i precizne instrukcije šta je čiji deo posla u realizaciji kreditnog zahteva. Sektor za kreditiranje privrede ima značajan ulogu u dnevnoj saradnji s klijentom, ali i u vreme odobrenja i praćenja kredita. Dobra komunikacija i partnerski odnosi s klijentom su osnova u procesu upravljanja naplatom kreditnim potraživanjima. Sektor upravljanja rizikom je jedna od najvažnijih pozadinskih funkcija u okviru banke. U okviru kreditnog rizika, a pre svega onog rizika koji je vezan za individualnu analizu, praćenje i odlučivanje na nivou klijenta moguće je podeliti u tri segmenta: 1) rizik inicijalnog kreditiranja, 2) rizik u okviru naplate potraživanja, 3) rizik kolaterala.

Treba ukazati na to da rizik kolaterala je sastavni deo rizika inicijalnog kreditiranja i rizika u okviru naplate potraživanja i kao takav mora biti veoma dobro organizovan. Rizik kolaterala, iako ne primarna stvar u okviru ukupnog kreditnog rizika, predstavlja stub na kome se oslanja u velikoj meri kreditni rizik u celini. Kolaterali ne utiču na sam rejting klijenta, iz razloga što je on ocena boniteta klijenta, gde se pre svega misli na ocenu kvaliteta poslovanja klijenta. Ipak, ocena kolaterala

(prednost, utrživost, namena itd.) mogu se tretirati prilikom ukupne rizičnosti samog plasmana. Pa tako, neke domaće banke kombinuju ocenu boniteta sa ocenom obezbeđenja, s ciljem određivanja ukupne ocene rizičnosti plasmana. Na ovaj način, praktično različiti plasmani, u zavisnosti od njihovog transakcionog rizika, imaju i različitu ocenu.

Upravo takav princip primenjuje i Narodna banka Srbije (NBS), koja pored određivanja ocene boniteta klijenta ba bazi finansijske situacije i kašnjenja klijenta, razlikuje i adekvatne i prvoklasne instrumente obezbeđenja (kolateralu). Iz ovog razloga, na jednom klijentu, imamo nekoliko različitih ocena.

Preduzeće je srce finansijskog restrukturiranja. Uzroci zbog kojih preduzeće može zapasti u problem su raznoliki i nije ih u početku lako ni identifikovati. Ipak, u samoj strukturi svih klijenata kojima je restrukturiranje potrebno ili koji su zapali u probleme u servisiranju svojih obaveza, neki se pokretači jasno izdvajaju:⁴ 1) menadžment (35 %), 2) tržište (pre svega se ovde misli da konkurenciju - 30 %), 3) finansije (20 %) i ostalo (15 %).

Iz ovoga jasno proizilazi da je jedan od glavnih nosilaca novonastalih problema upravo menadžment. Prilikom ulaska u restrukturiranje, promena menadžmenta može biti jako teško i bolno pitanje s kojim se moraju suočiti akcionari. Ukoliko je dijagnoza novonastalih problema jasno ukazala na to, ova, uvek nepopularna mera mora biti što pre sprovedena.

Ovde dodatno treba ukazati i na jako česte situacije u domaćoj privredi, u kojoj su često vlasnici ujedno i menadžment preduzeća. U takvim situacijama, ma koliko bili značajni poveriocima, ubediti vlasnike da su loši menadžeri graniči se s nemogućim.

Banke su često jedni od najvećih poverilaca u kompaniji, bilo da je u pitanju jedna banka ili više banaka u okviru jednog preduzeća. Za razliku od drugih poverilaca, bankama je davanje kredita glavni biznis. Kada se kompanije susretnu sa finansijskim poteškoćama, banke bi trebalo da budu spremne da preuzmu proaktivan pristup u rešavanju novonastale situacije.

Za banku kao poverioca jako je bitan odnos i pristup na dva fronta: s drugim bankama poveriocima jednog preduzeća (grupe povezanih preduzeća), i prema samom preduzeću.

⁴ Bazirano na dosadašnjoj praksi i iskustvu autora u Erste bank a.d. Novi Sad.

2.3. Arhitektura modela za upravljanje naplatom kreditnim potraživanjima

Svaka kuća stoji na svom temelju. Nema uspešnog modela bez jasne konstrukcije. Organizacija samog procesa predstavlja stub i osnov daljeg razvoja i unapređenja ovog procesa. Organizacija je pre svega postavljena na bilateralnoj osnovi između poverioca (banke) i dužnika. Ali isto tako mora biti postavljena i multilateralno pre svega ka samom tržištu uvažavajući sve regulatorne promene koje se na njemu događaju.

Proces naplate moguće je podeliti u dve odvojene celine koje su međusobno vrlo zavisne i uslovljene. Podela je izvršena prema delovanju poverilaca na: 1) procese i akcije koji se dešavaju unutar banke i koji kao konačan cilj imaju akciju prema klijentu; 2) procese i akcije koji deluju na klijenta.

Ova dva procesa imaju za cilj da klijentu što jasnije i nedvosmislenije predstavljaju poziciju banke i njenu namenu kao poverioca. Proces unutar banke može biti fluktuirajući u odnosu na to kako je ponašanje klijenta i urednost njegovog izmirivanja, ali drugi proces koji se odnosi na samu akciju prema klijentu od strane poverioca mora uvek biti konzistentan i ravnomeran.

Drugi proces, proces prema klijentu je visokostandardizovan i može imati odstupanja samo u slučajevima odluke kreditnog odbora. Na ovaj se postiže konzistentnost i omogućava podjednako tretiranje svih klijenata banke, bez prevencija njihove važnosti na portfolio. Prema klijentu je moguće preduzeti jedan od tri pristupa: standardizovan pristup, nestandardizovan pristup i individualni pristup.

Proces naplate u okviru NPL dela portfolija je jako teško standardizovati. Veliki je broj predmeta koji odstupaju i čija rešenja nisu direktno povezana sa standardima. Ipak, samo kao kostur celog procesa treba istaći tri pravca: 1) moratorijum – predmet analize i razmatranja strategije; 2) implementacija odluke donete u pravcu naplate iz oživljavanja biznisa i kredita (reprogram, restrukturiranje kredita, restrukturiranje biznisa itd.); 3) implementacija odluke da se ide na naplatu iz koleterala.

2.4. Instrumenti u okviru modela za upravljanje naplatom kreditnim potraživanjima

Za potpuno sagledavanje mogućnosti s kojima poverioci nastupaju, neophodno je sagledati proces inicijalnog kreditiranja, odnosno

momenat nastanka dužničko-poverilačkog odnosa.

Prilikom analiziranja i samog odobravanja kredita, poverioci kreću od dve pretpostavke, koje ujedno predstavljaju i dva moguća izvora vraćanja kredita i izmirenja obaveza, a to su: 1) izmirenje obaveza iz generisanog novčanog toka iz poslovne aktivnosti, odnosno iz samog biznisa, tzv. primarni izvor otplate (**CF1**); 2) izmirenje obaveza iz instrumenata obezbeđenja, tzv. sekundarni izvor otplate (**CF2**).

Primarni biznis (*Core Business*) predstavlja glavni izvor prihoda i mogućnost vraćanje kredita. Banke prilikom odlučivanja, da li određeno preduzeće kreditirati ili ne, najveći akcenat stavljaju na biznis klijenta, odnosno procenu da li je redovna aktivnosti klijenta dovoljna da izmiruje potencijalne obaveze.

Kriterijume kreditiranja, svaka banka definiše u skladu sa svojom kreditnom politikom. Ipak, ovi standardi mogu biti na neki način standardizovani na određeni način⁵: 1) opšti zahtevi (kao što su: minimalni kvalitativni kriterijumi, dodatne kvalitativne pretpostavke, minimalni kvantitativni kriterijumi, zabra-

njene vrste transakcija), 2) finansijski zahtevi u skladu sa segmentacijom klijenata (osnov za segmentaciju korporativnih klijenata su: visina ostvarenog poslovnog prihoda i vrsta finansiranja, na primer projektno finansiranje ima drugačije kriterijume), kao što su: rejting, racio kratkoročni dug prema prometu (prihvatljiv u rasponu od 10 % do 40%), pokrivenost ukupne kreditne izloženosti kolateralom (prihvatljivo u rasponu od 20 % do 75 %), odnos kapitala prema dugoročnom dugu (prihvatljivo između 60 % i 100 %).

Upravo, ove kriterijume treba revidirati, u slučaju nastanka problema, odnosno u slučaju otežanog vraćanja dospelih obaveza. Jedan od najvažnijih zadataka naplate potraživanja jeste da se nova situacija na tržištu i u poslovanju klijenta uskladi s njegovim obavezama. Ovo je pristup koji donosi najviše benefita kako poveriocima tako i samom dužniku.

Prilikom reprogramiranja, prethodno definisani standardi se spuštaju, i to najčešće do *break-even margine*. Ispod toga, poslovno restrukturiranje nema smisla i jako se retko odobrava.

Ovde treba voditi računa, da nije svaki poslovni reprogram dobar reprogram. Naprotiv, neretko, poverioci su u situaciji da sa reprogramom

⁵ Predlog je urađen na osnovu prakse autora u Erste banci a.d. Novi Sad.

„guraju stvari pod tepih“ i da samo odlažu problem stvarajući tako dodatni trošak za banku sa protokom vremena u kome nije ništa urađeno. Iz tog razloga, pre bilo kakvog biznisa reprograma treba dobro izvagati i odgovoriti na pitanje: da li i dalje kao poverilac verujemo u ovaj biznis? Ovo pitanju, naravno, mora da prethodi veoma ozbiljnoj i detaljnoj kreditnoj analizi.

Sekundarni izvori otplate, kao što i samo ime sugerise, služe da se poverioci naplate u slučaju propadanja primarnog biznisa, odnosno primarnog izvora otplate. Svi instrumenti koji služe banci kako bi ona obezbedila sekundarnu sigurnost mogu se rezimirati na sledeći način: kolaterali nekretnine, kolaterali pokretnosti, kolaterali jemstva, kolaterali potraživanja i prava, i ostali kolaterali.

2.4. Kontrola i praćenje u okviru modela za upravljanje naplatom kreditnim potraživanjima

PL i NPL klijenti su predmet kontrole i praćenja u okviru modela za upravljanje naplatom kreditnim potraživanjima. To znači da na *PL* klijente deluje **EWS model** (*Early Warning System Model*), odnosno **model ranog prepoznavanja problematičnih klijenata** koji za cilj ima da proaktivno deluje i da ukazu-

je na probleme pre njihovog vidljivog delovanja, što znači pre nastajanja kašnjenja. Analiza ovih klijenata treba da pokaže koji su to klijenti koji potencijalno mogu imati problema u servisiranju svojih obaveza, ali i kod problematičnih klijenata (*NPL*) da predupredi nove probleme u servisiranju restrukturiranih kreditnih obaveza. U cilju predviđanja potencijalno problematičnih klijenata razvijen je *EWS* model koji identifikuje potencijalne probleme i ukazuje da je potrebno izvršiti dalje analize. Na ovaj način deluje se proaktivno na postojeće klijente banke u cilju rešavanja problema pre njihovog nastanka.

Kao što smo već rekli, u *EWS* modelu su inkorporirane dve analize: kvantitativna analiza i kvalitativna analiza. *Kvantitativna analiza* predstavlja promene koje su nastupile kod klijenta, a koje mogu u velikoj meri ugroziti vraćanje kredita kao i samo poslovanje klijenta. Svi rani znaci upozorenja mogu biti sistematizovani na sledeći način: nagle promene ponašanja klijenta, podaci sa tržišta, problemi u poslovanju i znaci prevare.

Kvalitativna analiza predstavlja portfolio analizu na osnovu istorijskih pokazatelja. Istorijski podaci mogu biti interni (interne baze poda-

taka) i eksterni (podaci sa tržišta). *Interni pokazatelji* su: dani kašnjenja, rejting, delatnost, promet preko banke, itd. *Eksterni pokazatelji* su: Blokade računa, finansijski podaci (ukupni poslovni prihod, bruto profitna marža, poslovna dobit, neto poslovni rezultat, ukupna aktiva, kapital, ukupna kraktoročna i dugoročna zaduženja, potraživanja prema kupcima, obaveze prema dobavljačima, zalihe), itd.

Na bazi kvantitativnih i kvalitativnih kriterijuma, svi kreditni klijenti banke su podeljeni u tri zone prema stepenu rizika: 1) crvena zona – najrizičniji klijenti portfolio, 2) žuta zona – zona srednjeg rizika, 3) zelena zona – zona niskog rizika.

Na bazi ovih analiza odgovorno lice za EWS model, u okviru Direkcije za upravljanje rizikom za pravna lica, prosleđuje one klijente za koje se analizom konstatovalo da su potencijalno rizični sektoru poslova sa pravnim licima. Na bazi ovog spiska, sektor poslova sa pravnim licima pristupa hitnoj izradi Aplikacije za reodobrenje koja pored detaljne analize dosadašnjeg poslovanja klijenta treba da sadrži konkretne predloge za rešenje novonastalih problema. *Review aplikacija* se prosleđuje dalje na sektor upravljanja rizikom, a zatim i na odgovarajući nivo

odlučivanja. Praćenje se radi na portfolio nivou u najvećem broju slučajeva, ali neretko, i po proceni sektora upravljanja rizikom može se raditi i na individualnom nivou.

3. UTICAJ NAPLATE NA UKUPNI KREDITNI PORTFOLIO BANKE I NJEGOVA VAŽNOST ZA UPRAVLJANJE KREDITNIM RIZIKOM U CELINI

Naplata potraživanja ima direktan uticaj na profitabilnost banke upravo kroz trošak rezervacija. Direktni uticaj *NPL* portfolio ima na profitabilnost banke kroz trošak rezervacija (*Loan Loss Provisioning*). Trošak rezervacija nastaje usled procene banke da određeni deo potraživanja neće naplatiti u budućnosti. Drugim rečima, banka za taj deo potraživanja koja je rezervisala smatra da će knjižiti kao gubitak u narednom periodu.

Izračunavanje pojedinačne ispravke vrednosti predstavlja svođenje ukupne naplate bilo iz redovnog biznisa preduzeća, bilo iz instrumentata obezbeđenja ili stečaja u narednom periodu, na sadašnju vrednost koristeći efektivnu kamatnu stopu kao diskontni faktor. Procenjeni nenaplaćeni deo glavnog duga predstavlja pojedinačnu ispravku vrednosti.

Ukupna očekivana vrednost naplate ima dakle dva izvora: 1) redovna aktivnost preduzeća – Novčani tok 1 (CF1) i 2) instrumenti obezbeđenja ili stečaj – Novčani tok 2 (CF2)

Redovna aktivnost preduzeća – Novčani tok 1 predstavlja još jednu od procene boniteta preduzeća. Na osnovu ove procene, banka na osnovu trenutne situacije u preduzeća kao i projekcija njenog poslovanja, donosi odluku u kom periodu će preduzeće biti u mogućnosti da izmiruje obaveze prema kreditu i koliko dugo će to moći da čini.

Jasno je da je ova procena boniteta preduzeća specifična i značajno rigoroznija od one koju smo imali prilikom inicijalne procene rizika preduzeća – onog u kome je preduzeće inicijalno ušlo u kreditni portfolio banke. Nova analiza ima nekoliko suštinskih pitanja: 1) da li je menadžment sposoban da upravlja preduzećem? 2) da li je preduzeće blokirano i od drugih poverilaca u iznosu koji je teško dostižan za dužnika? 3) da li preduzeće i dalje ima tržište i u kojoj meri je odnos s njim ugrožen? 4) da li su finansijske projekcije minimalno na prelomnoj tački (*Break Even Point*)? 5) kakva je struktura i vrednosti kolaterala?

Nakon analize ovih pitanja, banka je u mogućnosti da proceni perspekti-

vu ovog biznisa kao i mogućnost vraćanja kredita. Novi plan servisiranja obaveza banka može sprovesti s klijentom na dva načina: kroz zvaničan reprogram ili tihi reprogram. Oba načina se kontrolišu kroz strogi nadzor (najčešće mesečni) u narednom periodu od 6 do 12 meseci. Ukoliko u tom periodu klijent nema kašnjenja i sve obaveze izmiruje u skladu sa novim ugovorom-dogovorom, reprogram se smatra uspešnim.

Instrumenti obezbeđenja ili stečaj – Novčani tok 2 predstavlja procenu naplate po osnovu instrumenata obezbeđenja koje su banci na raspolaganju. Banka ovde najčešće raspolaze s hipotekama na nepokretnostima, zalogama na pokretnim stvarima, opremi, ugovorima o potraživanju i robi ili menicama, bilo datim kao fizičko lice, pravno lice – jemac ili od samog preduzeća. Procena novčanog toka se vrši tako što se procenjuje period u kome banka očekuje da će uspeti da proda predmetnu nepokretnost ili pokretnost i po određenoj ceni u budućnosti. Neki kriterijumi bliži ipak moraju da postoje. S obzirom da novonastalu situaciju na tržištu, pogođenu ekonomskom krizom, banke se sve više okreću konzervativnim procenama njihove naplate. Veliki pritisak na tržište nekretnina, i s druge strane nedostatak

investicionih aktivnosti, uslovili su da se nepokretnosti kao i pokretnosti prodaju teško, uz velike diskonte.

Iz tog razloga, predlaže se model, uz pomoć koga će se na najadekvatniji način proceniti realna naplata lošeg plasmana iz instrumenata obezbeđenja. Model ima za cilj da koriguje i adekvatno proceni dva segmenta naplate: 1) iznos – tačnije kolika i kakva korekcija procenjene vrednosti kolaterala od strane procenitelja je potrebna (ako je uopšte potrebna); 2) rok – tačnije vreme koje je realno da se poverilac iz instrumenata obezbeđenja naplati.

Potkriterijumi dalje koji omogućavaju bolju procenu vrednosti u okviru ovih prethodno definisanih su: kvalitet kolaterala, razvijenost regiona, razvijenost tržišta i stanje kolaterala.

Procena naplate iz stečaja kao i procena naplate iz redovnog biznisa, da li putem reprograma kredita ili putem restrukturiranja čitavog biznisa predmet je individualne procene i jako je teško kvantifikovati. I na kraju, sabiranjem sadašnje vred-

nosti očekivane naplate iz CF1 i sadašnje vrednosti CF2 dobija se iznos koji banka očekuje na naplati po osnovu potraživanja. Ostatak, do iznosa ukupnog potraživanja predstavlja rezervacije – odnosno pojedinačnu ispravku vrednosti datog plasmana.

Pojedinačna ispravka vrednosti ili pojedinačne rezervacije se sastoji iz nominalne i diskontovane stope rezervacija. Nominalna stopa rezervacija predstavlja odnos između očekivane naplate iz CF1 i CF2 u odnosu na ukupnu izloženost. Diskontovana stopa rezervacija predstavlja dodatak na nominalnu stopu koja je posledica diskontovanja očekivane naplate na sadašnju vrednost.

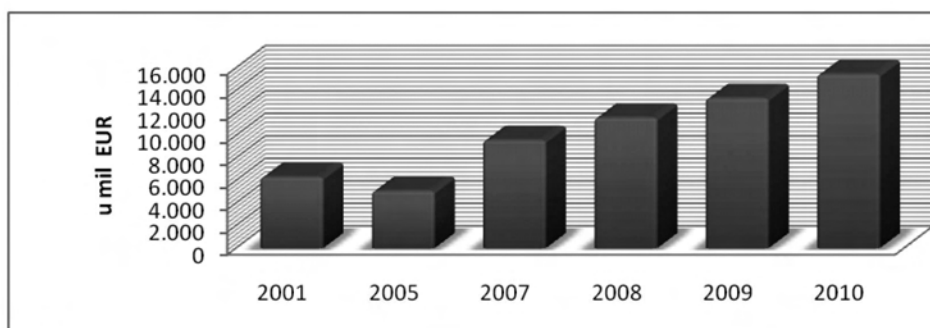
4. PROBLEMATIČNI KREDITI (NPL) U SRBIJI

Bankarski sektor Republike Srbije je imao značajan rast kreditnih plasmana u prethodnom periodu, odnosno ostvario je nivo od 15.460 miliona evra na kraju 2010. godine (tabela 1 i grafikon 1).

Tabela 1. Krediti bankarskog sektora Srbije (u mil EUR)

Godine	2001	2005	2007	2008	2009	2010
Kredit	6.326	5.082	9.602	11.598	13.331	15.460

Grafikon 1. Krediti bankarskog sektora Srbije (u mil EUR)



Izvor: [13].

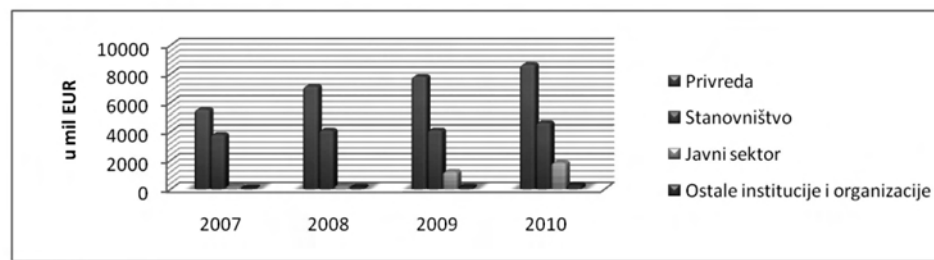
Struktura kreditnih plasmana bankarskog sektora Srbije (na kraju 2010. godine) je sledeća: pravna lica (56%), stanovništvo (30%), javni sektor (12%) i ostali (2%). Najpro-

blematičnije je pitanje rasta izloženosti prema javnom sektoru u prethodnom periodu (tabela 2 i grafikon 2), jer to znači rast potražnje i problem otplate budućih pokolenja.

Tabela 2. Struktura kreditnog portfolija bankarskog sektora Srbije u period od 2007. do 2010. godine (u mil EUR)

Vrsta klijenta	2007	2008	2009	2010
Privreda	5.520	7.135	7.826	8.658
Stanovništvo	3.818	4.112	4.119	4.638
Javni sektor	175	196	1.230	1.856
Ostali	89	155	156	308
Ukupno	9.602	12.598	13.331	15.460

Grafikon 2. Struktura kreditnog portfolija bankarskog sektora Srbije u period od 2007. do 2010. godine (u mil EUR)



Izvor: [13].

FINANSIJE

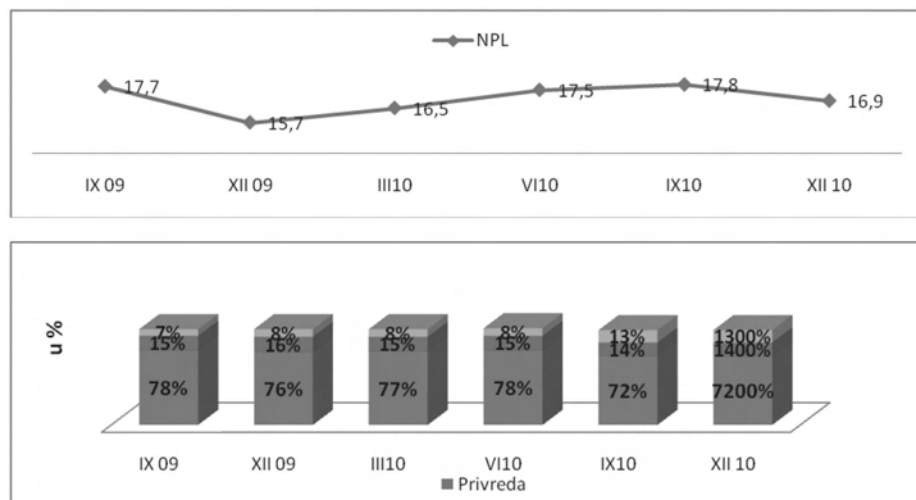
Problematični krediti (NPL) bankarskog sektora Srbije predstavljaju 16,9% ukupnog kreditnog portfolija, odnosno 2,6 miliona evra (tabela 3 i grafikon 3) na kraju 2010. godine. Ukoliko pogledamo strukturu NPL dela portfolija

možemo uočiti da segment privrede reprezentuje 72% problematičnih kredita (što odgovara strukturi ukupnog kreditnog portfolija bankarskog sektora Srbije), 14% reprezentuje segment stanovništva i 13% reprezentuju ostali.

Tabela 3. Struktura NPL-a bankarskog Sektora Srbije u period IX 2009. do XII 2010. godine (%)

	IX 2009	XII 2009	III 2010	VI 2010	IX 10	XII 10
NPL u uk.kreditnom portfoliu	17.7	15.7	16.5	17.5	17.8	16.9
Struktura NPL-a						
Privreda	78	76	77	78	72	72
Stanovništvo	15	16	15	15	14	14
Ostali	7	8	8	8	13	13

Grafikon 3. Struktura NPL-a bankarskog Sektora Srbije u period IX 2009. do XII 2010. godine (%)

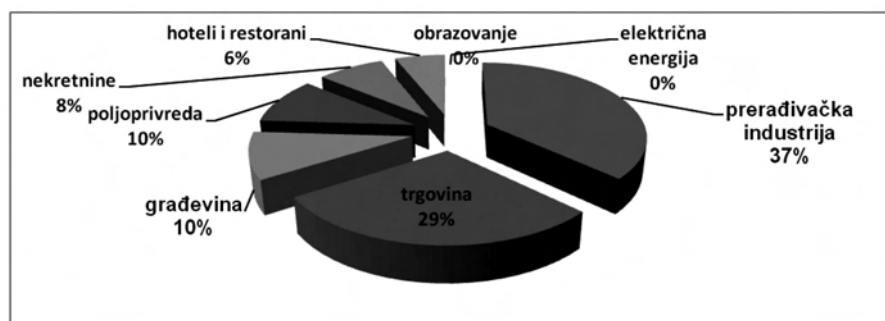


Izvor: [13].

Imajući u vidu važnost segmenta privrede za razvoj ekonomije nastavićemo da analiziramo strukturu NPL-a korporativnog dela kreditnog portfolija bankarskog sektora Srbije na kraju 2010. godine (grafikon 4). U skladu s tim prerađivačka industrija reprezentuje 37% NPL-a korporativnog kreditnog portfolija, 29% trgovina, 10% građevina, 10% poljoprivreda, 8% nekretnine, 6% hoteli i restorani, 0% obrazovanje i 0% električna energija.

novih odobrenja): građevina, proizvodnja i prodaja kola, energetika, tekstilna industrija, prerađivačka industrija i turizam; 2) žuto svetlo (povećan oprez): industrija nameštaja i izvoz voća i povrća, 3) zeleno svetlo (standardna saradnja): telekomunikacije, IT i mediji, poljoprivreda, farmaceutska industrija, proizvodnja i prodaja hrane i pića, transport, opštine i javni sektor. Ukoliko ovo uporedimo sa trenutnom strukturom NPL-a korporativnog kreditnog portfolija ban-

Grafikon 4. Struktura NPL kreditnog korporativnog portfolija bankarskog sektora Srbije na kraju 2010. godine



Izvor: [13].

Krajem 2008. godine domaće banke u većinskom austrijskom vlasništvu kapitala su uspostavile restriktivnu kreditnu politiku (tzv. Semafor strategiju) prema korporativnim klijentima u skladu sa industrijskom granom u kojoj obavljaju delatnost: 1) crveno svetlo (smanjenje izloženosti prema definisanom segmentu, bez

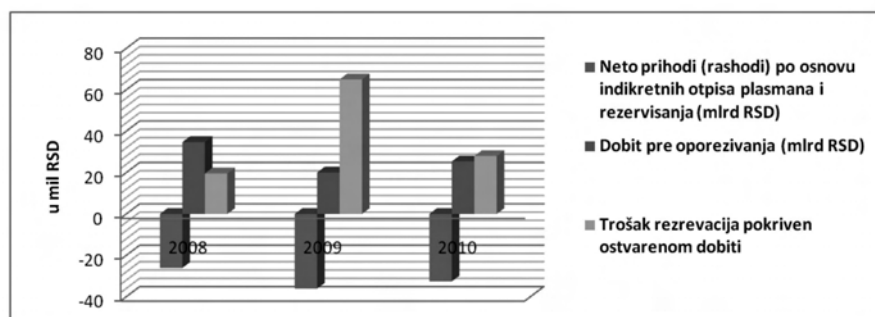
karskog sektora Srbije možemo zaključiti da je predložena kreditna politika imala smisla.

Takođe je važno analizirati relevantne nivoe rezervacija iz finansijskih izveštaja banaka. Nažalost, u vremenu krize njihova visina je uticala na ostvarenje nižeg profita od budžetiranog (tabela 4 i grafikon 5).

Tabela 4. Relevantni finansijski pokazatelji bankarskog sektora Srbije (u mlrd RSD)

Finansijski pokazatelj	2008	2009	2010
Profit	26,08	36,11	32,60
Neto prihodi po osnovu indirektnih otpisa plasmana i rezervisanja	34,74	20,03	25,40
Trošak rezervacija pokriven ostvarenom dobiti	19,56	65	28,41

Grafikon 5. Relevantni finansijski pokazatelji bankarskog sektora Srbije (u mlrd RSD)



Izvor: [13].

U skladu s tim možemo zaključiti da predloženi model za upravljanje naplatom kreditnim potraživanjima (koji je Erste Bank a. d. Novi Sad implementirala tokom trećeg kvartala 2010. godine) trebalo bi da ima pozitivan efekat na poslovanje banaka u narednom periodu. Konkretno rezultate primene implementiranog modela moći ćemo da sagledamo na kraju trećeg kvartala 2011. godine.

ZAKLJUČAK

Naplata potraživanja utiče na profitabilnost banke i kapital, preko cene

proizvoda, troška rezervacija i odbitne stavke kapitala. Iz ovoga, jasno se vidi da je neosporan značaj naplate potraživanja u ukupnom kreditnom poslu. Ekonomska kriza, koja nije samo pogodila finansijski sektor već i samu privredu, dodatno je istakla važnost ove oblasti i ukazala na neophodnost korekcija (potpuno novog uvođenja) modela za naplatu potraživanja.

Rad je ukazao da naplata potraživanja ima dva moguća pravca delovanja: naplatu iz restrukturiranja (bilo kredita ili čitavog poslovanja) i naplatu iz sekundarnih izvora otplate koja banka raspolaže zahvaljujući

instrumentima obezbeđenja koja je uzela u momentu uspostavljanja kreditnog odnosa. Ukazano je da ova dva načina delovanja treba razmatrati i primenjivati tokom čitavog kreditnog života klijenta, a ne samo u momentu kada se klijent zadesi u kašnjenju preko 90 dana. Sveobuhvatnost naplate i proaktivan pristup su neophodni činioci u cilju kvalitativne i uspešnije naplate potraživanja.

Rad je uveo EWS model (*Early Warning Signal*) čiji je zadatak da predvidi potencijalne probleme i to kod onih klijenata koji nisu u fazi kašnjenja u izmirivanju obaveze. Na ovaj način, proaktivno se vrši „pritisak“ na klijente sa idejom da se u što je moguće većoj meri zaustavi rast loših plasmana i na taj način omogućiti što kvalitetniji kreditni portfolio. Model je takođe ukazao na izuzetnu važnost u samoj klasifikaciji klijenata koji se nalaze u portfoliju. Osnovna podela je urađena na: 1) likvidne klijente banke (*PL* portfolio) - koji uredno izmiruju obaveze kao i oni klijenti koji imaju kašnjenja koja nisu duža od 90 dana, i 2) nelikvidne klijente banke (*NPL* portfolio) kod kojih je nastupio *default*, bilo on izazvan procenom banke i nemogućnosti servisiranja obaveza klijenta, bilo izazvan kašnjenjem preko 90 dana. Što se tiče samih procesa unutar ovog

modela, oni su podeljeni u dva dela koji su međusobno vrlo povezani i zavisni. Podela je izvršena prema delovanju poverilaca, odnosno banke, na: 1) procese i akcije koji se dešavaju unutar banke i koji kao konačan cilj imaju akciju prema klijentu; 2) procese i akcije koji deluju na klijenta. Ova dva procesa imaju za cilj da klijentu što jasnije i nedvosmislenije predstavljaju poziciju banke i njenu nameru kao poverioca. Proces unutar banke može biti fluktuirajući u odnosu na to kako je ponašanje klijenta i urednost njegovog izmirivanja, ali drugi proces koji se odnosi na samu akciju prema klijentu od strane poverioca mora uvek biti konzistentan i ravnomeran. Proces i organizacija ovakvog modela su prilično komplikovani, upravo iz razloga što je uključeno više sektora, sa većim brojem odeljenja i s velikim brojem ljudi, različitih profila, znanja i veština.

I pored činjenice da je finansijsko tržište Srbije i dalje „plitko“ i da mnogi njegovi delovi nisu (dovoljno) razvijeni, ukazano je na nemogućnost primene međunarodne prakse na lokalno tržište. Kao primer tome, jasno je da je tržište na kome se trguje NPL kreditima ili čitavim portfolijom nije razvijeno u Srbiji i nemoguće je zbog toga porediti sa razvijenim tržištima u Nemačkoj ili Japanu.

Ipak, prostora za napredak ima. Osnova ovog rada je bila da ukaže da celovitost i kompleksnost čitavog modela naplate, koji ne podrazumeva samo naplatu loših plasmana (kreditni preko 90 dana kašnjenja), već podrazumeva mnogo širi aspekt naplate: ranu fazu naplate, naplata u fazi kašnjenja, naplata za problematične klijente, naplata kroz restrukturiranje i naplata kroz likvidaciju ili stečaj. Upravo na ovaj način, moguće je postaviti model naplate i implementirati ga na nivou poslovanja banke, s ciljem što bržeg i adekvatnijeg rešenja na relaciji dužnik-poverilac.

Naplata potraživanja ima izuzetno veliki uticaj i na rezervacije. Upravo je naplata ta koja indirektno određuje grupne rezervacije (*general provisioning*) i direktno određuje pojedinačne rezervacije (*specific provisioning*). Na taj način, adekvatna procena naplate, i nakon toga uspešna naplata, garantuju pouzdan i precizan kvalitet samih rezervacija, koji svoj uticaj imaju kako na bilans uspeha banaka tako i na njihov kapital. Posebno je važna procena naplate za pojedinačne rezervacije, imajući u vidu njihov značajniji udeo u ukupnom pulu rezervacija.

Izračunavanje pojedinačne ispravke vrednosti predstavlja svođenje ukupne naplate bilo iz redovnog bi-

znisa preduzeća, bilo iz instrumenata obezbeđenja ili stečaja u narednom periodu, na sadašnju vrednost koristeći efektivnu kamatnu stopu kao diskontni faktor. Procenjeni nenaplaćeni deo glavnog duga predstavlja pojedinačnu ispravku vrednosti. Ukupna očekivana vrednost naplate ima dakle dva izvora: redovna aktivnost preduzeća – Novčani tok 1 (CF1) i instrumenti obezbeđenja ili stečaj – Novčani tok 2 (CF2)

I na kraju, ali nikako najmanje važno, naplata potraživanja predstavlja ogledalo čitave kreditne politike jedne poslovne banke. Ona nije samo proizvod dobro definisanih ulaznih parametara rizika i standarda kreditiranja, već i ogledalo unutrašnjeg funkcionisanja velikog broja sektora uključenih u kreditni posao. Iz ovoga proizilazi da je uspešna naplata jednaka ukupnom kreditnom poslu – od momenta otvaranja partije do momenta njenog gašenja – i kao takva predstavlja vrednost poslovne banke i njegov kreditnog portfolija na tržištu.

LITERATURA

1. Altman, E. I., Hotchkiss, E. [2005]. *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt, 3rd Edition*, Wiley.

2. Barjaktarović, L. [2009] *Upravljanje rizikom*. Univerzitet Singidunum
3. Barjaktarović, L., Popovčić-Avrić, S. I Đenić, M. [2011] *Collection management as curtail part of credit risk management during the crisis, 8th AFE 2011 Conference Samos, Greece*
4. Basel Committee on Banking Supervision [2001] *The Internal Ratings-Based Approach – Supporting Document to the new Basel Capital Accord* [www.bis.org].
5. Basel Committee on Banking Supervision, Internal Convergence of Capital Measurement and Capital Standards [2006], A Revised Framework Comprehensive Version, Bank for International Settlements, Basel [www.bis.org].
6. Caouette, J., Altman, E., and Narayanan, P. [1998]. *Managing Credit Risk – The Next Great Financial Challenge*, Wiley.
7. Committee of European Banking Supervision (CEBS): <http://www.cebs.org/> [pristup podacima 19.07.2011.]
8. Crosby, P., Bohn, J. [2009]. *Modeling Default Risk*, (Moody's KMV Document), Revised 2001, [www.kmv.com].
9. Institutional Investor Journals [2010]. *Turnaround Management II: a Guide to Corporate Restructuring*, Euro Money International Investor.
10. Gilson, S. C. (Author), Altman, E. I. (Foreword) [2010]. *Creating Value through Corporate Restructuring: Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups*, Wiley.
11. Grieser, S. and Wulfken, J. [2009]. *Performing and Non-Performing Loans across the World: a Practical Guide*, Euro Money Institutional Investor.
12. European Commission: http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/index_en.htm/ [pristup podacima 19.07.2011.]
13. Larkin, B. [2008]. *Restructuring and Workouts: Strategies for Maximising Value*, Globe Law and Business.
14. Narodna banka Srbije [2011]: Kontrola poslovanja banaka izveštaj za IV tromesečje 2010. godine [www.nbs.rs/ pristup podacima 19.07.2011]
15. Rating Manuel [2009], Erste Group.
16. Vasilski, A. [2010]. *Collection management from the borrower's perspective during the world's economic crisis*, Fakultet za ekonomiju, finansije i administraciju, Beograd.
17. Work-out procedures – Holding Level [2010], Erste Group.

Rad primljen: 24. 06. 2011.

UDK: 005.21:336.764.2

JEL: G 13

Stručni rad

STRATEGIJA UPRAVLJANJA OPCIJAMA KAO FINANSIJSKIM DERIVATIMA

STRATEGY OF MANAGING THE OPTIONS AS FINANCIAL DERIVATIVES

Kristina BUDIMČEVIĆ

doktorant Ekonomskog fakulteta u Kragujevcu

Jelena RODIĆ

doktorant Ekonomskog fakulteta u Subotici

Rezime

Finansijski derivati predstavljaju jednu od najznačajnijih grupa finansijskih inovacija koje su se naglo razvile poslednjih trideset godina. Njihova pojava dovela je do krupnih promena na finansijskim tržištima najrazvijenijih zemalja i na međunarodnom finansijskom tržištu. Finansijski derivati ili izvedene hartije od vrednosti su dobili taj naziv po tome što se njihova vrednost izvodi iz vrednosti neke druge aktive, hartije od vrednosti ili robe, koja se nalazi u njihovoj osnovi. Najvažniji finansijski derivati koje menadžeri koriste radi smanjenja rizika su: forvardi, fjučersi, opcije i svopovi. Opcije kao finansijski derivati najčešće se primenjuju na akcije, obveznice, strane valute, indekse akcija, berzanske proizvode i fjučers ugovore. Savremena trgovina opcijama otpočela je 1973. na CBOE (Chicago Board

Options Exchange). Veliki uspeh tržišta opcija je rezultat velike fleksibilnosti i raznovrsnosti upotrebe opcija u odnosu na tradicionalne terminske transakcije.

Ključne reči: FINANSIJSKI DERIVATI, OPCIJE, SMANJENJE RIZIKA, TRGOVINA OPCIJAMA

Summary

Financial derivatives represent one of the most important groups of financial innovations that have made a quick progress during the last thirty years. Their appearance resulted in big changes on financial markets of highly developed countries, as well as on the international financial market. Financial derivatives, or so called derived securities, got that name because their value is derived from the value of some other asset, security, or goods, which are in their basis. The most important financial derivatives, used by managers for decreasing the level of risk, are: forwards, futures, options and swaps. Options, as a group of financial derivatives, are mostly used with stocks, bonds, currency, stock index, goods and futures contracts. The modern trade with options has begun in 1973. on the CBOE (i.e. Chicago Board Options Exchange). A great success of Options market has been made due to great options flexibility and multiplicity of usage regarding other, more traditional, term transactions.

Key words: FINANCIAL DERIVATIVES, OPTIONS, RISK REDUCING, OPTIONS TRADE

UVOD

Finansijske institucije su se početkom 1970-ih godina našle u rizičnom okruženju, koje je 1980-ih i 1990-ih godina postajalo sve rizični-

je. Kamatne stope su se učestalije menjale, dok su tržišta akcija i obveznica povremeno bila veoma nestabilna. Zbog toga su menadžeri finansijskih institucija počeli da vode više

računa o smanjenju rizika s kojim su se te institucije suočavale. Zainteresovanost za smanjenje rizika dovela je do pojave finansijskih inovacija, odnosno do pojave novih finansijskih instrumenata koji finansijskim institucijama i njihovim menadžerima pomažu da bolje upravljaju rizicima. Ti instrumenti nazivaju se finansijskim derivatima. Finansijski derivati ili izvedene hartije od vrednosti predstavljaju jednu od najznačajnijih grupa finansijskih inovacija koje su se naglo razvile tokom poslednjih trideset godina. Njihova pojava dovela je do krupnih promena na finansijskim tržištima najrazvijenijih zemalja, ali i na međunarodnom finansijskom tržištu. Danas je skoro nezamislivo finansijsko poslovanje bez poznavanja i upotrebe ovih finansijskih instrumenata. Finansijski derivati se kod nas najjednostavnije mogu objasniti kao izvedene hartije od vrednosti. Taj naziv su dobili po tome što se njihova vrednost izvodi iz vrednosti neke druge aktive, hartije od vrednosti ili robe, koja se nalazi u njihovoj osnovi. Dakle, derivati su u osnovi ugovori sa vrednostima izvedenim iz cene aktiva ili tržišta. Oni podrazumevaju ugovor između dve strane koje se obavezuju da izvrše razmenu uplata baziranih na vrednosti defini-

sane aktive na neki budući određeni dan. Za razliku od osnovnih hartija, finansijski derivati ne odražavaju ni jedan od dva osnovna odnosa - kreditni ili vlasnički. Oni predstavljaju vrstu kontigentnog prava na druge oblike finansijske aktive (akcije, obveznice, ostale osnovne hartije od vrednosti, kamatnu stopu, tržišne indekse, devizni kurs, itd.). Najvažniji finansijski derivati koje menadžeri koriste radi smanjenja rizika su: forvardi (*forwards*), fjučersi (*futures*), opcije (*options*) i svopovi (*swaps*). Najpoznatija vrsta derivata su forvardi koji su se prvi pojavili. Čineći finansijska tržišta efikasnijim, u smislu širenja lepeze dostupnih finansijskih instrumenata i smanjenja transakcionih troškova, finansijski derivati su korisni kako za investitore, tako i za finansijske menadžere preduzeća. Investitorima finansijski derivati pružaju dodatnu mogućnost za diverzifikaciju portfolija, kao i niz prednosti u formi poreskih olakšica, realizacije efekta leveridža, itd.

1. ISTORIJSKI RAZVOJ OPCIJA U EKONOMSKOJ TEORIJI I PRAKSI

Opcije predstavljaju drugu veliku grupu finansijskih derivata, odnosno izvedenih hartija od vrednosti, od-

mah iza fjučersa. One su najstariji i najpopularniji derivati ikada izmišljeni. Raspoložive su za niz instrumenata, kako keš tako i izvedenih. Najčešće se primenjuju na akcije, obveznice, strane valute, indekse akcija, berzanske proizvode i fjučers ugovore. Kupovni i prodajni oblici opcija, tzv. „calls“ i „puts“, prvi put su se pojavili 20-ih godina 19. veka na Londonskoj berzi. Sredinom 19-tog veka na CBOT berzi (*Chicago Board Option Trade*) je sa uspehom razvijen sistem robnih opcija. Finansijske opcije, za razliku od robnih, nemaju tako dugu istoriju. Savremena, organizovana trgovina otpočela je 1973. na CBOE (*Chicago Board Options Exchange*). Međutim, trgovina opcijama je postojala i pre 1973. godine. Prvenstveno se trgovalo kupovnim (*call*) opcionim ugovorima na 16 akcija. Trgovina prodajnim (*put*) opcionim ugovorima otpočela je 1977. godine (Hull, 2007). Na CBOE berzi danas se trguje opcijama na preko 1.200 akcija, i brojnih indeksa na akcije. Tradicionalno, trgovci su se okupljali na berzanskom podijumu koristeći tzv. sistem „izvikivanja“, kao i komplikovane signale rukama, i na taj način su iznosili svoje ponude. Poslednjih godina sistem „izvikivanja“ ponude zamenjen je elektron-

skom formom trgovanja. Ono podrazumeva unošenje ponuda trgovaca, kao i njihovo povezivanje, putem kompjuterizovanog sistema. Opcije su idealne za zauzimanje pozicija, za hedžiranje već postojećih rizika, kao i kreiranje potrebnog novčanog *cash-flowa*, a sve to uz ogromnu dozu fleksibilnosti. Za opcije je karakteristično da imaju pravnu moć da se berzanske transakcije izvrše, ali bez obaveze da se opcije moraju izvršiti. (Vunjak, Kovačević, 2003).

Opcije spadaju u kategoriju kontigentnih ili uslovnih prava, pružajući mogućnost da se odluka o kupovini ili prodaji donese u hodu, ako se tržište kreće u pravom smeru. Opcije, dakle, predstavljaju ugovore na osnovu kojih kupac te opcije stiče pravo, ali ne i obavezu, da kupi (*call*-kupovna opcija) ili proda (*put*-prodajna opcija) određeni predmet trgovanja (aktiva, roba, hartija od vrednosti itd.) po unapred ugovorenoj ceni do tačno određenog datuma u budućnosti. S druge strane, prodavac opcije, odnosno njen emitent, ima obavezu po istom sporazumu, da uradi ono što vlasnik opcije od njega traži, tj. da proda ili kupi instrument ukoliko se kupac na to odluči, po unapred ugovorenoj ceni i u utvrđenom

roku. Prema tome, vlasnik ili kupac opcije ne mora da se odluči na nje-no izvršenje. On može da je ne iskoristi tj. da dozvoli da ona istekne, dok prodavac nema izbor. Kupac opcije plaća prodavcu, za to svoje pravo, određen iznos tj. cenu opcije koja se naziva premijom. Profit prodavca je ograničen visinom premije, dok je rizik koji on prihvata praktično neograničen. S druge strane, kupac opcije teoretski ima neograničenu moć zarade (Dželetović, 2007). Kupac opcije (*holder*) ima tri mogućnosti: da iskoristi opciju; da je proda na sekundarnom tržištu ili da je ne iskoristi tj. da je pusti da istekne. Odluka zavisi od interesa vlasnika, a on je najviše određen odnosom tekuće tržišne cene aktive i ugovorene cene. S druge strane, prodavac (*writer*) mora da izvrši preuzetu obavezu, ali ako se u međuvremenu predomisli, ima na raspolaganju dve mogućnosti: da pokuša da se nagodi s kupcem, ili da pronađe drugog subjekta koji će preuzeti ugovornu obavezu. Cena koja je definisana u ugovoru opcije, a po kojoj je moguće kupiti ili prodati osnovni instrument, naziva se cenom izvršenja (*strike or exercise price*) i nju određuje berza, dok je tržišna cena ona po kojoj se trguje opcijama i

koja raste ili pada u zavisnosti od ponašanja osnovne aktive. Opcije se obično iskoriste ukoliko cena predmeta opcije dostigne strajk cenu. Datum u ugovoru, koji označava kada ili do kada opcija može da se izvrši, naziva se datumom isticanja (*expiry date*), (Komazec, Kovačević, Erić, Ristić, 2005). Opcioni ugovori su visokostandardizovani dokumenti koji sadrže sledeće elemente: tip aktive (*instrumenta*) na koji se opcija odnosi; ugovorenu cenu po kojoj može da se kupi ili proda dati instrument; i rok dospeća, odnosno datum do kog opcija može da se iskoristi.

2. ORGANIZACIJA I NAČIN RADA TRŽIŠTA OPCIJA

Veliki uspeh tržišta opcija je rezultat velike fleksibilnosti i raznovrsnosti upotrebe opcija u odnosu na tradicionalne terminske transakcije. Kao i na svim drugim berzama u zemljama s razvijenom tržišnom privredom, tako se i na tržištu / berzi opcija trguje metodom aukcije. Pri tom je cena opcije rezultat ponude i tražnje, a same tržišne transakcije realizuju se na posebno za to organizovanom prostoru, van prostora na kome se organizuje redovan berzanski pro-

met. Potencijalni kupci ili prodavci opcija kontaktiraju sa bankom, brokerom ili drugim berzanskim posrednikom koji je član berze određenih opcija. Ovi tzv. Public Order Members (POMs), indirektni berzanski posrednici, primaju naloge svojih komitenata koje realizuju u skladu sa dobijenim instrukcijama. Dobijene naloge svojih komitenata oni prenose na tzv. Floor brokere tj. berzanske posrednike na parketu, koji su neposredno prisutni na berzanskoj aukciji, i koji su ovlašćeni da sve berzanske transakcije obavljaju za svoj račun ili za račun POMs-a. Njihov je zadatak da prime zahtev svog klijenta za kupovinu ili prodaju opcije. Nalozi koji nemaju svoju protustavku npr. postoji kupac, ali nema prodavca ili obrnuto, predstavljaju tzv. limitirane naloge. Limitirani nalozi mogu biti izvršeni samo po specifičnoj ili od nje povoljnijoj ceni. Kada ovo ograničenje stigne do brokera na podijumu, ono često ne može odmah da se izvrši. Tada broker na podijumu prenosi nalog na zvaničnog brokera tzv. Order Book Official (Ristić, 2004). Zatim, on ubacuje nalog u računar, zajedno sa ostalim nalogima istog tipa, što omogućuje da se nalog izvrši kada se dostigne limit cena.

Realizaciju dobijenog naloga broker na podijumu ostvaruje preko „*market mejkera*“, koji predstavlja individuu koja kotira tj. sučeljava ponudu i tražnju i tako formira berzanski kurs, odnosno cenu opcije. On kotira cenu ponude (*bid price*), koja predstavlja cenu po kojoj je „*market mejker*“ spreman da kupi opciju, i cenu tražnje (*ask price*) tj. cenu po kojoj je on spreman da je proda. Ask cena je, naravno, veća od bid cene i njihova razlika se zove *bid-ask spread* (Vunjak, Kovačević, 2003). Postojanje „*market mejkera*“ omogućuje da se kupovne i prodajne narudžbe uvek mogu izvršiti po određenoj ceni, bez kašnjenja. Time se dobija na likvidnosti. Oni stižu profit od razlike u ceni. Ukoliko broker na podijumu prihvati tako formiranu cenu i druge postavljene uslove od strane „*market mejkera*“, transakcija se smatra realizovanom, a opcioni posao zaključenim. Klirinška kuća je institucija koja garantuje izvršenje svih obaveza iz opcije. Tako kupac opcije ima sada poslovni odnos s njom, a ne s prodavcem. Rizik da prodavac postane insolventan sada je u potpunosti prenesen na klirinšku instituciju. Ona za tu svoju uslugu naplaćuje tzv. klirinšku proviziju. Ako se kupac od-

luči da realizuje opciju, on ovlašćuje svoje brokere, koji rade kao POMs, da podnesu klirinškoj instituciji zahtev za realizaciju. Istovremeno, kupac uplaćuje iznos unapred dogovorene cene, odnosno isporučuje predmet opcije, u zavisnosti od toga da li se radi o call ili put opciji. Klirinška kuća nakon toga pronalazi određenog prodavca i zadužuje njegov račun za maržu opcije. Prilikom kupovine akcija korišćenjem opcije, investitor može da plati bilo kešom ili korišćenjem depozitnog računa koji je obavezan da otvori. Depozitni račun investitora služi kao garancija brokeru investitora i berzi da će investitor izvršiti plaćanje, ukoliko se opcija o roku dospelosti izvrši. Inicijalni depozit koji se polaže je obično u visini od 50% vrednosti akcija, a depozit održanja 25% od vrednosti akcija (Vunjak, Kovačević, 2003). Kada se kupuje opcija, cena opcije se mora platiti u celini kešom. Tu nije dozvoljeno plaćanje putem računa depozita. Zatvaranje naloga na berzi podrazumeva upotrebu tzv. „kompenziraćih naloga.“ Tako investitor koji je kupio opciju može zatvoriti svoju poziciju pomoću kompenziraćeg naloga da proda istu opciju. Ukoliko investitor ne izvrši

kompenziranje svoje pozicije, tada se otvorene pozicije povećavaju za jedan ugovor.

3. VRSTE OPCIJA I NJIHOVE PREDNOSTI U ODNOSU NA OSTALE FINANSIJSKE DERIVATE

Opcije se mogu klasifikovati prema više kriterijuma. Jedan od kriterijuma, na osnovu koga su se izdiferencirala različita organizovana tržišta opcija, vrsta je aktive (*instrumenta*) na koju se opcija odnosi. Prema ovom kriterijumu razlikujemo: robne opcije, valutne opcije, opcije na akcije, na fjučers ugovore i na finansijske indekse. Na svetском tržištu trguje se opcijama američkog, evropskog i azijskog tipa, a kriterijum podele je način njihovog korišćenja. Američke opcije su ugovori koji svom držaocu daju pravo izvršenja opcije u bilo kom trenutku pre roka dospeća, dok se evropske opcije mogu realizovati samo na dan dospeća. Azijske opcije predstavljaju pravo držaoca da kupi ili proda određenu aktivu po ceni realizacije, koja predstavlja prosek spot cena te aktive na tržištu u periodu do relizacije opcije (Petrović, Denčić-Mihajlov, 2007). Egzotične opcije polaze od performansi

dve vrste aktiva na istom finansij-skom tržištu ili od iste vrste aktiva na dva različita finansijska tržišta. Menadžer treba da izabere klasu aktiva ili tržište za koje očekuje da će se pokazati kao bolje. Isplata na dan dospeća je nominalna vrednost puta razlika u performansi dve klase aktiva. Ako je razlika negativna, nema isplate. Prema mestu trgovanja razlikujemo berzanske i vanberzanske opcije, a prema kriterijumu ročnosti kratkoročne i dugoročne opcije. Dva osnovna tipa opcija, prema prirodi prava koje je sadržano u opcionom ugovoru, predstavljaju: kupovne (call) i prodajne (put) opcije (Vunjak, Kovačević, 2003).

Kupovna (call) opcija daje pravo njenom vlasniku da kupi osnovnu aktivu određenog datuma po ugovorenoj ceni. S druge strane, prodavac call opcije preuzima obavezu da postupi po željama vlasnika opcije. Prodajna (put) opcija daje pravo njenom vlasniku da proda osnovnu aktivu određenog datuma po ugovorenoj ceni, dok je prodavac te opcije obavezan kupiti te efekte. Vlasnik (kupac) opcije, za korišćenje svog prava plaća premiju kao specifičnu cenu opcije. Za vlasnika opcije se kaže da raspolaže dugom pozicijom, dok prodavac opcije ima obavezu da izvrši nalog po opciji, jer je naplatio

premiju od strane kupca opcije. Stoga se za prodavca opcije kaže da raspolaže s kratkom pozicijom opcije. Prodajne opcije su suprotne u ponašanju u odnosu na kupovne opcije.

U zavisnosti od toga da li su vlasnik opcije ili njen prodavac, u vreme nastanka opcije, imali predmetne efekte ili ne, govori se o pokrivenoj ili nepokrivenoj call opciji.

Valutne opcije su se pojavile u SAD 20-ih godina 20. veka, mada se tržište nije ozbiljnije razvilo sve do 1982. godine, kada je otpočela trgovina valutnim opcijama na berzi u Filadelfiji. Ona danas predstavlja najveću berzu za trgovinu opcijama na inostrane valute. Na njoj se nude i evropski i američki ugovori na nemačku marku, kanadski dolar, francuski franak, japanski jen, itd., a veličina ugovora zavisi od valute. Trgovina se obavlja na centralnom parketu sistemom izvikivanja (Komazec i sar., 2005). Opcije su dizajnirane kao američke opcije sa standardizovanim jedinicama trgovine i datumom isticanja. Ugovori na ovoj berzi su male veličine kako bi se privukli „mali“ biznismeni. Privilegija trgovine na ovoj berzi je ograničena na njene članove. Svaka strana ima ugovor sa klirinškom kućom, kod koje prodavac opcije, zbog svoje obaveze po opciji, mora da položi

novac na depozitni račun kao dokaz da je uvek u mogućnosti da izvrši svoju obavezu ukoliko se opcija izvrši. Na ovoj berzi postoji tri vrste trgovaca: specijalisti, market mejkersi i brokeri na parketu.

1. Specijalisti su primarni trgovci na berzi, koji imaju zadatak da obezbede urednu trgovinu i da upravljaju limitiranim nalogima za svaku valutu. Oni su odgovorni za stvaranje dvostranog tržišta i jačanje likvidnosti. Svaka valuta ima svog specijalistu.
2. Market mejkersi rade kao agenti za nalogodavce. Oni su članovi berze koji trguju za sopstveni račun, ili po nalogu specijaliste berze. U zamenu za spremnost da trguju i kada im to ne odgovara, oni polažu manji depozit.
3. Brokeri na parketu rade kao agenti za svoje nalogodavce. Po prijemu naloga od svog nalogodavca, oni prilaze drugom trgovcu sa istom valutom i izviču svoju ponudu za opciju. Oni će prihvatiti najnižu prodajnu cenu i povezati tikete s trgovcem koji prodaje. Posao se zaključuje na komadiću štampanog papira koji kupac nosi specijalisti. Specijalista

ubacuje podatke u kompjuterski sistem berze i javno obaveštava kupovinu tj. prodaju preko ekrana u sali za trgovanje. Tržište valutnih opcija predstavlja jedno od najvećih svetskih tržišta opcija i ono je jedino otvoreno 24 sata na dan. Dve osnovne vrste valutnih opcija su call i put opcija. Valutna call opcija je pravo, ali ne i obaveza, da se kupi fiksiran nominalni iznos valute po fiksnom deviznom kursu, koji se naziva strajk, na dan isticanja opcije ili pre tog datuma. Put opcija predstavlja pravo, ali ne i obavezu, da se proda fiksiran nominalni iznos inostrane valute po fiksnom deviznom kursu na dan isticanja opcije ili pre tog datuma. Call za jednu valutu je put za drugu valutu tj. one se mogu posmatrati kao duga i kratka pozicija. Jedna od osnovnih karakteristika valutne opcije sastoji se u tome da ona daje vlasniku opcije tzv. „snagu čekanja“ (Ristić, 1990). To znači da ukoliko se cena predmetne valute kreće na štetu držaoca, on može da sačeka do datuma isteka opcije da se to kretanje promeni njemu u korist. Izvršenje opcije je uvek izbor kupca.

Opcije na kamatne stope koriste investitori da bi 'špekulativno' uticali na kretanje cena hartija od vrednosti sa fiksnim prinosom, bazirajući se na očekivanju kretanja kamatnih stopa. Pošto kupovnoj opciji raste cena ako kamatne stope opadaju, investitor će kupiti tu opciju ako očekuje pad kamatnih stopa. Međutim, ukoliko se očekuje rast kamatnih stopa, investitoru odgovara kupovina put opcije i prodaja call opcije (Vunjak, Kovačević, 2003).

Opcije na akcije podrazumevaju trgovinu na berzama sa akcijama. Berze u SAD na kojima se trguje opcijama na akcije su Chicago Board Options Exchange (CBOE), Philadelphia Exchange (PHLX), American Stock Exchange (AMEX), i New York Stock Exchange (NYSE). Na ovim berzama se trguje opcijama za više od 500 vrsta akcija, kao što su: IBM, Kodak, General Motors. Jednim ugovorom holder može da kupi 100 akcija po utvrđenoj ceni, jer se akcijama uobičajeno trguje u lotovima od 100.

Robne opcije predstavljaju najstariji tip opcija. Kreiraju se samo na određenu berzansku robu. Najčešće se koriste u kupovini i prodaji poljoprivrednih proizvoda (žitarica, mleka, mesa, šećera, nafte, metala, industrijskih sirovina).

Berzanske opcije su vezane za trgovanje na svetskim berzama. Međutim, opcijama se može trgovati i na vanberzanskim (OTC) tržištima. Vanberzanske opcije su starije od berzanskih. Tu se trgovanje odvija direktno između finansijskih institucija i velikih korporacija. Posebno je aktivna trgovina na devize i kamatne stope. Glavna karakteristika vanberzanske trgovine je ta što se opcije mogu prilagoditi potrebama korporacija, a strajk cene i dospelost opcija ne moraju odgovarati onima na svetskim berzama. One nisu standardizovane i predstavljaju rezultat dogovora.

Dugoročne opcije imaju rok dospelca od dve do tri godine. One predstavljaju inovaciju na tržištu opcija. Mogu se ugovarati na nekoliko ugovornih cena, što daje mogućnost investitoru da se opredeli za najbolju cenu i najpovoljnije vreme dospelca. U praksi je poznata tzv. LEAPS dugoročna opcija. Dugoročne opcije najčešće se kombinuju sa običnim akcijama i tržišnim indeksima na akcije. S druge strane, kratkoročne opcije predstavljaju kratkoročne finansijske derivate (fjučerse) čiji je rok dospelca najčešće tri meseca, a najduže šest meseci.

Opcijama na indekse se u većoj meri trguje u SAD. Najpopularniji

indeksi su S&P 100 i S&P 500, kojima se trguje na CBOE. S&P 500 je evropska, a S&P 100 američka opcija. Jedan ugovor omogućuje prodaju ili kupovinu 100 x vrednost indeksa po utvrđenoj strajk ceni. Ne vrši se isporuka portfolija koji leži u osnovi indeksa, nego je obračun u kešu.

Opcija na fjučers ugovor daje kupcu pravo da kupi ili proda određen fjučers ugovor po određenoj ceni dok traje opcija. Ako je fjučers opcija kupovna opcija, kupac ima pravo da kupi jedan određen fjučers ugovor po ceni izvršenja, tj. kupac dobija dugu poziciju, dok prodavac dobija kratku poziciju ukoliko kupac koristi svoju kupovnu opciju. S druge strane, prodajna opcija na fjučers ugovor daje kupcu pravo da proda određen fjučers ugovor po ceni u ugovoru. Realizacijom prodajne opcije, prodavac dobija dugu poziciju u fjučers ugovoru (Komazec i sar., 2005). Dakle, fjučers opcije imaju za predmet osnovni ugovor o fjučersu. Na berzi se prodaju fjučers opcije kako na finansijske, tako i na robne fjučerse, kao što su opcije na ugovore o fjučersima na poljoprivredne proizvode, naftu, stoku, valute, kamatne stope, i indekse na akcije i obveznice. Berze na kojima se trguje opcijama na fjučerse su *New York Futures Exchange* (NYFE), i *Chica-*

go Mercantile Exchange (CME). Kotacije za fjučers opcije se objavljuju u finansijskoj štampi. Za Njujoršku berzu je karakterističan indeks *NYSE Composite Index*, a za Čikašku berzu indeks S&P 500. Na NYFE berzi dolarska vrednost osnovnog ugovora se dobije kada se vrednost indeksa NYSE Composite Index pomnoži sa 500 dolara, dok je na Čikaškoj berzi ona jednaka proizvodu S&P 500 indeksa i 500 dolara. Premija na fjučers opciji se dobija kada se pomnoži kotirana vrednost sa 500 dolara. Opcija na S&P 500 fjučers ističe trećeg četvrtka u mesecu dospeća, dok je datum isticanja za NYSE fjučers radni dan pre poslednjeg radnog dana u mesecu dospeća. Ugovorne strane u vezi sa fjučers opcijom realizuju poziciju u fjučers ugovoru tek kada je opcija realizovana. Nakon realizacije, fjučers cena za fjučers ugovor će biti podešena tako da bude jednaka s cenom u ugovoru. Pozicija dve strane se odmah izravnava po tekućim fjučers cenama, tako da će fjučers pozicija za te dve strane biti fjučers cena koja preovladava. U slučaju kupovne fjučers opcije, prodavac opcije mora da plati kupcu opcije razliku između trenutne fjučers cene i cene po ugovoru, dok kod prodajne fjučers opcije prodavac opcije mora da plati kupcu op-

cije razliku između cene u ugovoru i trenutne fjučers cene. Kupac fjučers opcije nije obavezan da položi depozit, pošto je maksimalan iznos koji kupac može da izgubi cena opcije, bez obzira koliko je nepovoljno kretanje cene fundamentalnog instrumenta. Prodavac fjučers opcije je u suprotnoj poziciji, jer je on njenom prodajom prihvatio celokupni rizik bilo kakve pozicije osnovnog instrumenta, tako da je on u obavezi da ostavi depozit. Kako cene osnovnog instrumenta mogu da utiču nepovoljno na poziciju prodavca, on mora da položi dodatni depozit u skladu s tekućim prilagođavanjem. Prednost fjučers opcije u odnosu na opcije na hartije od vrednosti s fiksnim prinosom je manja verovatnoća da će doći do isporuke i da će učesnici koji imaju kratku poziciju morati da nabave ta sredstva na tržištu po višoj tržišnoj ceni.

Opcije predstavljaju najstariju i najpopularniju vrstu derivata. Idealne su za zauzimanje pozicija i hedžiranje postojećih rizika. Prisutne su svuda oko nas, u komercijalnim ugovorima i kupoprodajnim transakcijama, koji naizgled nemaju nikakve veze sa svetom finansija. Raspoložive su za niz instrumenata, kako keš, tako i izvedenih, uključujući čak i opcije na opcije. Neke od

glavnih prednosti opcija su (Komažec i sar., 2005):

- 1) rizik im je ograničen na plaćanje premije, uz neograničenu mogućnost sticanja profita.
- 2) kupac opcije već na početku zna šta bi mogao biti njegov nepovoljan slučaj. Troškovi su ugrađeni u unapred plaćenu premiju.
- 3) opcija nudi znatno veću fleksibilnost posredstvom spektra strajk cena i datuma dospeća, dok kod terminskih ugovora i fjučersa postoji samo jedna cena.
- 4) opcija ne obavezuje na kupovinu ili prodaju osnovne aktive, za razliku od fjučersa i terminskog ugovora.
- 5) mogu se koristiti samostalno, ili zajedno sa ostalim instrumentima berze, za hedžing ili špekulacije.
- 6) kupac opcije može da smanji svoje kreditne linije, potrebne za fjučerse i terminske ugovore, koji se mogu pokazati skupim. To oslobađa kreditne linije za druge namene.
- 7) za opcije nisu potrebna dodatna sredstva kao što je slučaj kod fjučersa.

ZAKLJUČAK

Finansijske inovacije su u velikoj meri doprinele eksplozivnom razvoju finansijskih tržišta u svetu. Ubrzani razvoj finansijskih derivata tokom poslednjih dvadeset godina od velikog je značaja u svetu finansija. Gotovo da ne postoje granice primene inovativnosti u oblasti derivata. Profit predstavlja glavni motiv kreiranja i plasiranja finansijskih inovacija. Danas se u svetu finansijskim derivatima trguje na preko 70 berzi čija je međusobna povezanost stvorila uslove za dvadesetčetvorčasovnu trgovinu terminskim ugovorima. Fjučersima i opcionim ugovorima aktivno se trguje na poznatim berzama širom sveta, dok se svopovima, forvardima i različitim tipovima opcija trguje pretežno na OTC tržištima. Svest o sinergijskom efektu derivatnih transakcija predstavlja važan faktor rasta derivatnog tržišta.

Tržište derivata pokazalo se izuzetno uspešnim. Razlog tome je njegova atraktivnost za trgovce različitog tipa, poput hedžera, špekulanata i arbitražera, kao i to što ono predstavlja izuzetno likvidno tržište. Ukoliko određeni investitor želi da zauzme jednu stranu u opcionom ugovoru, druga strana ugovora najčešće se pronalazi bez ika-

kvih poteškoća. Derivatne transakcije često donose višestruko korisne efekte svim učesnicima u transakciji. Finansijski derivati predstavljaju osnovu finansijske infrastrukture novog veka, jer smanjuju troškove kapitala, povećavaju efikasnost i alokativnu sposobnost tržišta. Terminsko tržište je u velikoj meri doprinelo evoluciji i globalizaciji međunarodnog finansijskog tržišta.

Tradicionalno, u osnovi derivata, nalaze se akcije, indeksi akcija, kamatne stope, devizni kursevi, roba i sl. Svakim danom pojavljuju se i kreiraju novi oblici derivativnih instrumenata koji u osnovi imaju aktivu različitu od ove tradicionalne. Tako se danas aktivno trguje kreditnim derivatima, derivatima na električnu energiju, kao i derivativnim instrumentima osiguranja (Hull, 2007). Finansijski derivati, kao izvedene hartije od vrednosti, izuzetno su korisni kako za investitore, tako i za menadžere preduzeća. Savremeno finansijsko poslovanje gotovo je nezamislivo bez njih.

Opcije predstavljaju izuzetno značajnu grupu finansijskih derivata. One nam omogućuju da se odluka o kupovini ili prodaji donese „u hodu“, ako se tržište kreće u pra-

vom smeru. S obzirom da opcija nije ugovor koji obavezuje vlasnika (kupca) opcije, nego pravo, koje može, ali i ne mora da se iskoristi, one predstavljaju veoma atraktivan instrument na finansijskom tržištu. Ova činjenica razlikuje opcije od fjučersa i terminskih ugovora, gde je holder obavezan da kupi ili proda osnovnu aktivu, i samim tim čini opcije povoljnijom i praktičnijom grupom finansijskih derivata za izvršenje berzanskih transakcija.

LITERATURA

1. Dželetović, M. (2007). *Finansijska tržišta*. Beograd: Ekonomski fakultet.
2. Hull, J.C. (2007). *Options, Futures and other Derivatives*. New Jersey: Prentice Hall.
3. Komazec, S., Kovačević, R., Erić, D., Ristić, Ž. (2005). *Finansijska tržišta i berze*. Beograd: Ekonomski fakultet.
4. Petrović, E., Denčić-Mihajlov, K. (2007). *Poslovne finansije*. Niš: Ekonomski fakultet.
5. Ristić, Ž. (2004). *Tržište kapitala (teorija i praksa)*. Beograd: Ekonomski fakultet.
6. Ristić, Ž. (1990). *Tržište novca (teorija i praksa)*. Beograd: Ekonomski fakultet.
7. Vunjak, N., Kovačević, Lj. (2003). *Finansijsko tržište, berze i brokerski savremeni finansijski trendovi*. Subotica: Ekonomski fakultet.

Rad primljen: 05. 04. 2011.

UDK: 005.334:347.235

JEL: G 13

Stručni rad

PRIMENA DERIVATA U UPRAVLJANJU RIZIKOM REALNE IMOVINE

APPLICATION OF DERIVATIVES IN REAL ESTATE RISK MANGEMENT

Prof. dr Safet KURTOVIĆ
Ekonomski fakultet, Mostar

Rezime

Ovaj rad ima za cilj da ukaže na značaj primene derivata na tržištu realne imovine. Tržište realne imovine spada u red najvećih tržišta u razvijenim zemljama, mada tržište derivata realne imovine se i dalje nalazi na niskom nivou posmatrano prema obimu trgovine i likvidnosti. Samo u poslednjih nekoliko godina svedoci smo razvoja derivatnih instrumenata koji se koriste od strane menadžera aktive. U tom smislu, u ovom radu posebno je rasvetljen problem upotrebe derivata na nekretnine i upravljanje rizikom realne imovine u razvijenim evropskim zemljama. Pored toga, analizirana je posebna klasa strukturalne kamatne stope svopova, kao i efikasniji načini upravljanja svopovima.

Ključne reči: REALNA IMOVINA, DERIVATI, NEKRETNINE, HEDŽING, HIPOTEKARNI KREDITI, STRUKTURALNI SVOP.

Summary

This paper aims to highlight the importance of application of derivatives on the market of real estate. Although real estate is included in biggest markets of developed countries, the market of derivatives of real estate is still low when viewed under the scope of trade and liquidity. In the past few years we have witnessed development of derivative instruments that are used by asset managers. In this sense problem of use the real estate derivatives is particularly solved in risk management of real estate in developed European countries. In addition, special class of structured interest rate swaps has been analyzed as well as more efficient means of swap management.

Key words: REAL ESTATE, DERIVATES, REAL PROPERTY, HEDGING, MORTGAGE LOANS, STRUCTURED SWAP.

UVOD

Tržište nekretnina predstavlja jedno od najvećih tržišta u razvijenim zemljama sveta. Procenjuje se da na njega otpada između 30% ili 40% od ukupne vrednosti osnovnog fizičkog kapitala. Iz teorijskog ugla posmatrano, stambena realna imovina se smatra kombinacijom potrošačke imovine i investicionog leveridža. Prema nekim teoretičarima naglašava se stav da veliki rizik finansijske stabilnosti nekretnina uzrokuju različite geografske fluktuacije u ceni nekretnina u svetu. Ovo se može najbolje proveriti na primeru SAD tržišta nekretnina početkom 2007. godine. Štaviše, posledice se nisu samo odnosile na

tržište nekretnina SAD već i na druga tržišta finansijske imovine širom sveta.

U najboljem slučaju, primena derivata na određenu realnu imovinu može osigurati smanjenje rizika realne imovine, kao i potencijalno smanjenje nestabilnosti cena. Derivati realne imovine se preferiraju da osiguraju određenu vrste direktnih ugovora, odnosno da osiguraju likvidnost imovine, što je ključna korist za individualne i profesionalne menadžere aktive. Međutim, likvidnost može biti osigurana samo ako banke odluče da učestvuju aktivnije na tržištu realne imovine fjučers indeksa i opcija. Prema nekim autorima, ako rizik cene nekretnine može biti

osiguran sa fjučersima na drugu imovinu, onda su i finansijski indeksi ti na osnovu kojih se može trgovati na tržištu. U ovom slučaju teško je pronaći relevantne podatke koji govore o sistematičnom odnosu između cena nacionalnih nekretnina i prevladavajućih trgovanih fjučers ugovora. Stoga, osnivanje tržišta za fjučers nekretnine može dovesti do uravnoteženja tržišta realne imovine.

Međutim, opšte je poznato da pad cena nekretnina dovodi do neugodnog osećaja kod prodavaca kada nevoljno prodaju svoju imovinu ispod psihološke cene, odnosno po ceni ili ispod cene po kojoj je nekretnina kupljena. Ovo čini da tržište bude lokalizovano sa asimetričnim informacijama i snažno utiče na očekivane cene učesnika na osnovu poslednjih informacija o cenama. Manje je verovatno, barem za sada, da će značajan deo individualnih vlasnika nekretnina hteti osigurati direktno cenu svojih nekretnina. Međutim, banke i građevinski holdinzi osiguravaju svoje nacionalne diverzifikovane portfolije korišćenjem derivata na nekretnine koji se zasnivaju na lokalnom indeksu. Upotreba indeksa baziranog na fjučers ugovorima i opcijama za osiguranje hipotekarnog rizika, rizika neizvršenja obaveza i rizika cene realne imovine se

već duže vreme zagovara od strane određenih autora.

1. ODNOS FINANSIJSKIH INSTRUMENATA I RIZIKA NEKRETNINA

Finansijski instrumenti mogu biti klasifikovani na osnovu vrste rizika realne imovine, kao što su osiguranje (*hedging*) stambene imovine od rizika cene, osiguranje komercijalne nekretnine od rizika cene i amortizacioni rizik portfolija hipotekarnog kredita.

1.1. Osiguranje (*hedging*) stambene imovine od rizika cene

Najbitnija komponenta klase realne imovine je predstavljena stambenom imovinom. Cena stambene imovine je determinisana na osnovu makroekonomskih i tržišno-kreditnih uslova, kao i na osnovu ponašanja individualnih kupaca i prodavaca nekretnina. Pre dve godine imali smo priliku da vidimo oštro smanjenje ili pada u ceni stambene imovine. Ovaj rizik ne tiče se samo individualnih vlasnika nekretnina već banaka, finansijskih institucija i investitora koji su ulagali u strukturirane proizvode, u cilju podrške osiguranja hipotekarnih kredita. Ovde ćemo se osvrnuti na finansij-

ske instrumente koji su dizajnirani da budu korišćeni za zaštitu od navedenog rizika.

Godine 1991. Londonska berza za fjučerse i opcije (*London Futures and Options Exchange - FOX*) pokrenula je trgovinu fjučersima na stambenu imovinu (kao fjučersi komercijalne nekretnine). Ugovori su bili bazirani na hedonističkom indeksu cena nekretnina. Međutim, tržište je funkcionisalo od maja do oktobra date godine i okončalo sa zataškavanjem velikog skandala. U Velikoj Britaniji stambeni derivati realne imovine su u upotrebi pod nazivom indeks cene stambene imovine i najčešće se označava kao *Halifax House Price Index* (HHPI). Ovaj hedonistički indeks je baziran na najvećem mesečnom uzorku podataka o osiguranju ili hedžingu, i obično pokriva oko 15.000 kupljenih stambenih objekata na mesečnom nivou, Buttimer et. all. [1997].

Godine 2003, Goldman Saks emitovao je prvu rangiranu seriju pokrivenu u varantima, baziranim na Halifax indeksu cene stambene imovine (*Halifax House Price Index*), na sve stambene objekte i kupce sezonskog prilagođavanja indeksa s kojim se trgovalo na Londonskoj berzi. Ne tako davno, zasnovano na HPPI, avgusta 2007. go-

dine, Morgan Stenli je dogovorio egzotični svop sa neobjavljenom drugom stranom čija vrednost je više nego jedan milion funti. Ovo je u Velikoj Britaniji prvi derivat na stambene nekretnine sa kojim se trgovalo, a uključuje ugrađene egzotične *knock-in put option* ili ograničene opcije. Ovaj derivat dozvoljava drugoj strani da ostvari prihod ako HHPI raste maksimizirajući isplatu. Kapital investitora je zaštićen ukoliko se HHPI smanji ispod početne specifične vrednosti.

1.2. Osiguranje (hedging) komercijalne nekretnine od rizika cene

Drugu važnu komponentu klase realne imovine predstavlja komercijalna nekretnina. Rizik cene komercijalne nekretnine je sličan riziku cene stambene imovine, mada postoji evidentna razlika. Cena komercijalne nekretnine je determinisana na osnovu ponude i potražnje, i naročito specijalizovanih tržišnih učesnika. Određeni stepen korelacije očekuje se da postoji između rizika cene komercijalne nekretnine i rizika cene stambene imovine. Ovde postoji dovoljna razlika između ova dva rizika u odnosu na varante i hedž instrumente. Glavna razlika u pogledu dinamike komercijalne realne imovine

u Velikoj Britaniji i ostatku Evrope je family indeks investicione banke podataka za nekretnine (*Investment Property Databank - IPD*). Investiciona banka podataka za nekretnine u Velikoj Britaniji predstavlja mesečni indeks baziran na tržišno procenjenim podacima sakupljenim za 74 meseca od investicionih fondova čija vrednost (oko 37.000 nekretnina) iznosi oko 56 milijardi funti. Ovo uključuje komercijalnu i drugu investiranu nekretninu, što predstavlja preko 90% od ukupne vrednosti nekretnina u posedu britanskih trustova i drugih investicionih fondova za nekretnine. Derivati su emitovani na bazi godišnjeg indeksa IPD-a Velike Britanije. Predviđeno je da u budućnosti derivati zasnovani na IPD-u budu emitovani na bazi kvartalnog IPD indeksa. Indeks je distribuiran na bazi franšize u ostatku EU, Fabozzi et.all. [2009].

Nakon neuspeha Londonske berze za komercijalne fjučers nekretnine 1991. godine aktivnost je usmerena u pravcu tržišta preko šaltera (*over-the-counter - OTC*). Jedini instrument koji je preživio je dohodovni sertifikat na nekretnine. Prema određenim teoretičarima, neuspeh Londonske berze za komercijalne fjučers ugovore na nekretnine može se pripisati problemu u kon-

strukciji indeksa koji uzrokuje kašnjenje, što utiče u određenoj mери na likvidnost za gotovinom i dovodi do značajnog vremenskog rizika. Tri godine nakon neuspeha na Londonskoj berzi za komercijalne fjučers ugovore, Barclays je 1994. godine započeo sa izdavanjem indeksa sertifikata za nekretnine i 1996. godine indeks ugovora za nekretnine. Oba indeksa se odnose samo na britansku komercijalnu nekretninu. Ugovorima se trenutno trguje na OTC tržištu i emitovani su na bazi dvomesečnih indeksa koji su objavljeni od strane IPD-a: IPD ukupna stopa prinosa i IPD kapitalni indeks rasta. Ovi ugovori imaju rok dospeća od tri do četiri godine.

Tržište derivata za nekretnine je ostvarilo ekspanziju u Velikoj Britaniji sa 850 miliona funti u 2005. godini na 3,9 milijardi funti u 2006. godini, i u 2007. godini na 7,2 milijardi funti. IPD derivatni indeks na nekretnine iznosio je u 2008. godini 7,73 milijarde funti, što nije tako daleko od 8,30 milijardi funti u rekordnoj 2007. godini. U Evropi u 2007. godini ukupan obim trgovanja na IPD ukupnom francuskom indeksu iznosio je 787 miliona funti u poređenju sa 283 miliona funti sa Nemačkim ukupnim indeksom za nekretnine. Prvi francuski svop za ne-

kretninu na IPD francuskom godišnjem indeksu bio je trgovan decembra 2006. godine od strane Meri Linč i AXA menadžera za investicije u realnu imovinu. Prva opcija na IPD indeks izvan Velike Britanije odnosila se na Nemački IPD/DIX indeks sa kojim se trgovalo u januaru 2007. godine preko Goldman Saks brokera. Druga evropska tržišta takođe bila su uključena u trgovanje derivatima na nekretnine, a to su Švajcarska i Italija. Trinaest vodećih investicionih banaka zahtevalo je dozvolu za IPD family indeks, mada su neke od ovih banaka doživele bankrot ili su bile preuzete od starne drugih banaka. U Evropi derivati za nekretnine odnose se na IPD indekse koji su trgovani na OTC tržištu u iznosu preko 18,9 milijardi funti do oktobra 2008. godine, Fabozzi et. all [2010]. Pored toga, Eurex je započeo s trgovinom fjučersa na nekretnine 9. 2. 2009. godine. Ovi fjučers ugovori su godišnji ugovori bazirani na ukupnoj stopi prinosa IPD britanskog godišnje ukupnog indeksa za nekretnine za pojedinačnu kalendarsku godinu. S uvođenjem ovih fjučers ugovora, Eurex nastoji da eliminiše rizik druge strane u poslu, unapređuje se likvidnost, kako sektora za komercijalne nekretnine, tako i tržišta

nekretnina realne imovine, i privlačni su za veliki broj potencijalnih ulagača u tu vrstu imovine.

1.3. Amortizacioni rizik portfolija hipotekarnog kredita

Pri određenom portfoliju hipotekarni krediti nose dva suštinska rizika koja zahtevaju hedžing: rizik neizvršenja obaveza i rizik plaćanja unapred. Rizik neizvršenja obaveza je rizik od gubitka glavnice i/ili kamate usled neuspeha zajmodavca da se zaštiti određenim klauzalama u sporazumu o datom kreditu. Ovaj rizik je visok za kreditno slabe zajmoprimce i njihov dug je osiguran hipotekom koja sadrži subprimarnu hipoteku (ili neusklađenu hipoteku kako se ona naziva na britanskom tržištu). U Velikoj Britaniji subprimarne hipoteke su krediti koji se odnose na zajmoprimce koji imaju najveći kreditni rizik – zajmoprimci koji nemaju kreditnu istoriju i zajmoprimci koji imaju istoriju neizvršenja svojih prispeli obaveza, Ghysels, et.all. [2007].

Plaćanje unapred je plaćanje iznosa od glavnice koji premašuje zvanično regulisanu planiranu otplatu duga. Plaćanje unapred podrazumeva plaćanje celokupnog iznosa od preostale glavnice (npr. potpuna otplata kredita), ili samo deo od ne-

naplaćene hipoteke (odnosi se na ograničavanje). Rizik plaćanja unapred je veći za kreditno slabije zajmoprimce nego za komercijalno osigurane hipoteke hartija od vrednosti, pošto komercijalni krediti imaju proviziju za ublažavanje od oba rizika plaćanja unapred na određeni nivo kredita usled plaćanje penala, održavanje prihoda itd.

Iz perspektive investitora, rizik plaćanja unapred je rizik koji će zajmoprimac platiti unapred na svoj zajam (u celini ili delimično) kada se kamatna stopa smanjuje. Ovo dovodi do toga da zajmoprimci budu oni investitori koji će reinvestirati po nižim kamatnim stopama. Napomenimo da ako zajmoprimci plaćaju unapred kada kamatna stopa raste, plaćanje unapred donosi korist investitorima pošto prihod ostvaren može biti reinvestiran po višoj kamatnoj stopi. Iz perspektive portfolio menadžera ili rizik menadžera, koji traži zaštitu ili hedž na kreditno slabije zajmoprimce u odnosu na rizik kamatne stope, rizik plaćanja unapred postoji čak i kada raste kamatna stopa. Ovo je razlog utemeljenja hedžinga, a njegov iznos zavisi od projektovane stope plaćanja unapred. Na početku hedžinga amortizacioni plan je projektovan na osnovu projektovane stope plaćanja

unapred. Aktuelno iskustvo plaćanja unapred hedžing imovine može uzrokovati devijaciju između projektovane neisplaćene glavnice bazirane na amortizacionom planu dizajniranom na početku hedžinga i tekuće neizmirene glavnice. Ovaj rezultat može biti iznad i ispod hedžing pozicije. Ova stohastička priroda amortizacionog plana nastaje usled fiktivnog plaćanja unapred s kojom se hedžer ili osiguranik susreće, što može biti opisano kao amortizacioni rizik.

U Evropi dileri poseduju zalihe koje osiguravaju ceo zajam ili osiguravaju proizvode posedovanjem zaliha, kao i menadžeri aktive koji se izlažu riziku kamatne stope koja je povezana s dinamičnim portfolijom amortizacije hipotekarnog kredita. Amortizacija je fiktivnog karaktera i uglavnom dovodi do plaćanja unapred, i kašnjenja u brzini plaćanja. Kao odgovor na ovu vrstu hedžing problema, set finansijskih instrumenata je povezan indirektno sa rizikom realne imovine koji se javlja na tržištu – strukturalni svopovi. Ovi svopovi se koriste za pokriće imovine u obliku hartija od vrednosti, u slučaju vodećih investicionih banaka u Velikoj Britaniji i ostatku Evrope, osiguravajući uticaj kamatne stope na portfolio hipotekarnog kredita.

Pored derivata na nekretnine, o kojima smo govorili ranije, u principu, ovde imamo tri vrste strukturalnih svopova koji se koriste od strane učesnika na tržištu realne imovine u na odnosu na sekuritizaciju: 1) ravnotežni garantovani svop, 2) međudevizni ravnotežni garantovani svop, 3) ravnotežni garantovani LIBOR – bazna kamatna stopa.

Ravnotežni garantovani svop. Postoje tri glavna problema koja se odnose na formiranje tri vrste strukturalnih svopova. Prvi problem se odnosi na kolateralni kupon na akciju koji je plaćen na neizmireni dug, počevši od isplate hipotekarnih kredita koji predstavljaju ukupan iznos za određeni vremenski period. Rok dospeća može biti različit od ugovora do ugovora, mada je uglavnom na mesečnom nivou, pošto se ipak radi o učestalim isplatama hipotekarnih kredita i sledstveno tome obračunu neizmirenih obaveza i plaćanja unapred. Rok dospeća može biti katkad i kvartalan. Pošto je uobičajena referentna promenljiva kamatna stopa za tromesečni LIBOR; ovde je baza odnos između referentne tromesečne LIBOR kamatne stope naplaćene mesečno od svopa i iste referentne tromesečne LIBOR kamatne stope plaćene kvartalno na račun holdera, koja je finansirana sekuritizacijom.

Zamena referentne mesečne LIBOR kamatne stope ne rešava problem ove baze ili osnove. Mada ime ravnotežni garantovani svop ili LIBOR – bazna kamatna stopa - može se dovesti u vezu sa određenim nivom ukupnog ravnotežnog svopa referentnog za portfolio hipotekarni kredit. Strukturalni svopovi ne osiguravaju rizik plaćanja unapred ili rizik neizmiranja duga, pošto oni ne garantuju ravnotežu. Nosilac ove aktivnosti je uglavnom banka koja poseduje plasirane kredite u trgovačkim lancima pre nego što ih je osigurala i, prema tome, dobro je poznat kvalitet portfolio kolaterala. Pored toga, ovde imamo određene primere kada banka može osigurati ravnotežni garantovani svop baziran na informacijama osiguranim u vezi portfolija treće strane.

Strukturalni svopovi postoje, kao deo procesa sekjuritizacije, pošto oni koriste podatke zvaničnih agencija za rangiranje, da bi osigurali rizik kamatne stope koji je nespojiv između fiksnog kupona koji predstavlja zbir hipotekarnih kredita i isplaćenog promenljivog kupona koji mora biti plaćen nakon sekjuritizacije investitorima. U ravnotežnom garantovanom svopu ugovorene strane nemaju prikupljene kupone na kolateralni portfolio

hipotekarni kredit, a što se odnosi na LIBOR, uz to, razliku u ceni. Teoretski posmatrano to je ukupni bilans za održavanje kredita za dati period. Radi se o kompleksnom svopu koji je fiktivan i determinisan plaćanjem unapred i neizmirenjem obaveza datog portfolija. Ukupan kupon plaćen je na datum razmene, i on je takođe fiktivan iz dva razloga: 1) način njegovog izračunavanja uključuje nepoznat model i 2) čak iako je fiktivno nepoznat, pošto je moguća različita kombinacija kredita za održavanje u referentni portfolio, kupon može biti različit od istog fiktivnog.

Međudevizni ravnotežni garantovani svopovi. Međudevizni ravnotežni garantovani svop je kompleksniji svop proizvod nego međudevizni poslovi pri čemu su kuponi na svop akciju fiktivno determinisani u stranoj valuti. Svop poslovi nose ekstrarizik usled izloženosti deviznom riziku. Suptilnost ovog proizvoda je da i on ima ugrađen određeni makroekonomski rizik zemlje gde dužnik prebiva. Ovaj rizik može se otkloniti čak iako nema promena u valutnom kursu u kojima glasi svop. Na primer, oseka i plima političkog i društvenog okruženja u zemlji zajmoprimalca može uzrokovati gubitak poslo-

va ili inflaciju cena, te na taj način to može biti okidač visokog procenta neplaćanja obaveza u kolateralnom portfoliju.

Ravnotežni garantovani LIBOR – baziran na kamatnoj stopi svopova. Za razumevanje narednog svopa – ravnotežni garantovani LIBOR – baziran na kamatnoj stopi svopova – nužno je osvrnuti se na povezanost između zvanične bazne kamatne stope i standardne varijabilne kamatne stope, koja se zaračunava na hipotekarni račun od strane vodećih banaka u Velikoj Britaniji. Zvanična bazna kamatna stopa je kamata po kojoj Banka Engleske pozajmljuje kreditna sredstva drugim finansijskim institucijama. Monetarni komitet Banke Engleske održava sastanke svaki mesec gde se određuje šta je nužno uraditi kao odgovor na promenu ekonomskih uslova. Dok zvanična bazna kamatna stopa igra veoma važnu ulogu na ovom tržištu, banke imaju slobodu da koriste različite kamate na njihove kredite. Standardna varijabilna stopa je direktno u vezi sa zvaničnom kamatnom stopom banke, ali je uglavnom nešto viša, reflektujući faktore kao što je realna kamatna stopa po kojoj banke posuđuju jedna drugoj; troškovi poslovanja dovode se u vezu s pozajmljivanjem, obimom i

profilom roka dospeća kredita i finansiranjem sporazuma. Standardna varijabilna stopa verovatno varira od banke do banke i koriti se da determiniše gotovinski tok koji se odnosi na zajmoprimce sa slabijom kreditnom sposobnošću. Ravnotežni svop je koristan za konvertovanje fiksne kamatne stope kupona u LIBOR – baziran na kuponima; to je situacija kada imamo zalihe kolateralne zajmoprimaca sa slabijom kreditnom sposobnošću i komercijalno osigurane hipoteke hartija od vrednosti, uključujući kredite koji plaćaju varijabilne kupone, koji su determinisani varijabilnom kamatnom stopom određenom od strane zajmodavca. Nivo varijabilne kamatne stope determinisan je od strane kreditne banke u odnosu na baznu kamatnu stopu determinisanu nacionalnim bankama i drugim finansijskim troškovima utičući na LIBOR – svop kamatnu stopu. U principu, baza između standardne varijabilne kamatne stope i LIBOR-a skoro je konstantna i nije velika tokom perioda promenljivosti niže kamatne stope. Međutim, u turbulentnom periodu, kao što je subprimarna kriza, koja je počela leta 2007. godine, baza između standardne varijabilne kamatne stope i LIBOR-a se mogla povećati dramatično.

Trgovci hipotekom, prema tome, koriste treću vrstu svopa, ravnotežni garantovani LIBOR - bazna ili osnovna kamatna stopa svopa, da se zaštite od baznog rizika. Akcija koja glasi na svop plaća LIBOR, uz to, razliku u ceni, dok druge akcije plaćaju prosečnu zvaničnu baznu kamatnu stopu tokom perioda. Za ovu vrstu svopa, LIBOR akcija plaća fiksni kupon na početku perioda, ali zvanična bazna kamatna stopa na akciju isplaćuje se fiksno na kraju perioda. Ugovor dozvoljava teorijski rečeno da se uzme bilo koja vrednost unutar vezanog unapred određenog perioda. Ugovorena strana plaća prosečnu baznu kamatnu stopu koja joj daje pravo da izabere fiktivni iznos na početku svakog perioda. Ovo je teška ekonomska odluka iz prostog razloga što je LIBOR samo poznat na početku određenog perioda.

2. RIZIK UPRAVLJANJA PROBLEMIMA STRUKTURALNOG SVOPA

S obzirom da je moguće a priori definisati buduću fiktivnu vrednost akcije i kupona koja će biti plaćena, veoma je teško odrediti vrednost ravnotežnog garantovanog svopa sa neutralnim rizikom. Pored

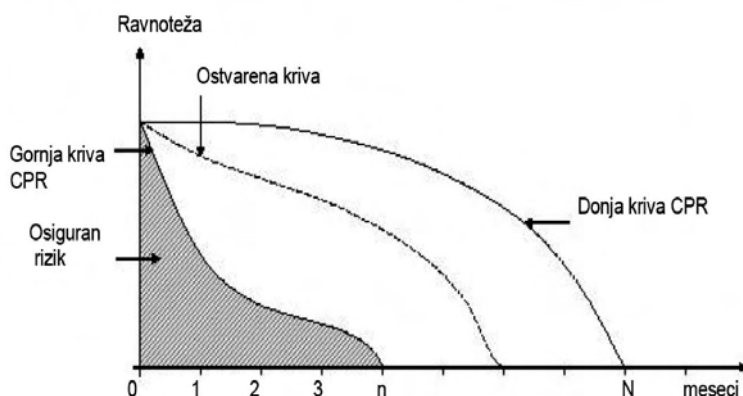
toga, subprimarnu krizu likvidnosti smo veće ranije predstavili te je moguće koristiti tržište u cilju ispravljanja informacija u vezi ključnih faktora koji utiču na evaluaciju. Drugim rečima, veoma je teško označiti vrednost realne imovine na tržištu i kao rezultat toga banke i menadžeri aktive mogu pribеći internoj evaluaciji stambene imovine ili putem modela. Samo ona solucija se smatra fundamentalnom koja koristi istorijske podatke, određuje gotovinski tok unutar granica prilagođavanja rizika agregirajući veliki broj simuliranih scenarija. Ovaj prilaz je ukorenjen u aktuarskoj problematici i prikladan je u ovom kontekstu zbog fiktivnosti u ugovorima koji dovode do rizika neizmirenja obaveza i rizika plaćanja unapred. Ovi rizici ne mogu biti determinisani unutar datog tržišta ili na osnovu tržišnog učešća u realnoj imovini.

Tri oblika svopa smo objasnili u pređašnjoj sekciji, i oni se oslanjaju na stohastičku fiktivnost i, prema tome, ne mogu biti dobro ocenjeni sa tehnikama koje se primenjuju na kamatne stope i kreditne derivate. Statistički pristup modeliranja koriguje raspoložive podatke i omogućava primenu Monte Carlo postupka za determinisanje mo-

gućnosti distribucije rizika neizvršenja obaveza i plaćanja unapred što je nužno. Pored toga, još je bitnije obuhvatiti osetljivost rizika neizvršenja obaveza i unapred isplate kamatne stope na suštinske karakteristike kolateralnog portfolija, nego biti zabrinut u vezi nerizične arbitražne situacije koja će se teško, mada nije nemoguće, pojaviti u ovom kontekstu. Modeliranje kamatne stope derivata može se primeniti, počevši od budućeg nivoa kamatne stope koja može biti korišćena kao input u statističkom regresivnom modelu za rizik neizvršenja obaveza i unapred isplate kamatne stope, Gorton [2009].

Standardni metod za određivanje cene ravnotežnog garantovanog svopa uzima u obzir realizovani amortizacioni bilans portfolio kredita. Slika 1. objašnjava ovu tehniku. Plaćanje unapred kamate je predstavljeno na slici 1, i predstavlja uslovnu isplatu kamate unapred (conditional prepayment rate - CPR), što predstavlja uobičajeno merenje zajmoprimaca sa slabom kreditnom sposobnošću. Kriva iznad dovodi se u vezu s donjom krivom unapred isplate kamate (CPR), dok je donja kriva determinisana gornjom krivom isplate unapred kamatne stope (CPR), Horrigan et. all. [2009].

Slika 1. Određivanje cene i upravljanje ravnotežnim garantovanim svopom



[6, s. 902]

Gornja kriva ne može biti nane-
ta iznad ni za 0%. Položaj ili izbor
donje krive je determinisan na
osnovu odnosa prema riziku osigu-
ranika ravnotežnog garantovanog
svopa. Prema tome, osenčena po-
vršina na slici 1. predstavlja preu-
zet rizik od strane prodavaca datih
proizvoda. Ako se ostvarena ili re-
alizovana kriva kreće iznad donje
krive, onda mehanizam određiva-
nja cene, koji će biti objašnjen ka-
snije, ne može funkcionisati. Pro-
davac će odrediti cenu ravnotežnog
garantovanog svopa s portfolijom
amortizovanog svopa, s fiktivnom
gornjom krivom CRP i serijom pri-
maoca svoptizacije, koja je fiktiv-

no determinisana na osnovu razlike
između gornje i donje krive. Amor-
tizacioni svop će platiti fiksni ku-
pon na utvrđeni datum dospeća
prodavcu, odnosno što je moguće
bliže ukupnim fiksnim kuponima
portfolija hipotekarnog kredita is-
pod donje krive CRP. Svoptizacija
može imati korisnu cenu opcije
jednaku razlici između fiksne ka-
matne stope amortizacionog svopa
i cene amortizacionog svopa.
Učestalost i rok dospeća svoptiza-
cije je u korespondenciji sa amorti-
zacijom svopa. Uloga svoptizacije
je da dozvoljava komparaciju fik-
tivnog hedžing portfolija kada se
ravnotežni kolateralni portfolio

kreće ispod gornje krive i LIBOR smanjuje. Cena kalkulacije ravnotežnog garantovanog svopa sadrži tri elementa: 1) cena amortizovanog svopa (npr. razlika u ceni dodaje se LIBOR-u koji daje paritetni svop), 2) serije premija za primaoce svoptizacije, i 3) rezervni iznos koji se kompenzuje za neosigurani rizik. Treći element predstavlja osenčen deo na slici 2. Ako kupac ne želi da se suoči s bilo kojim unapred plaćenim troškovima, onda će prva dva elementa biti transformisana u ekvivalentnu tekuću kamatu, Patel [2008].

Pored toga, ovde imamo težak problem s kojim se suočava prodavac ravnotežnog garantovanog svopa, a uglavnom se odnosi na ekonomsku odluku kada treba primeniti svoptizaciju. Primena svoptizacije omogućava nam automatski pristup fiksnim svopovima i plaćanje LIBOR-a - ovaj proces je inverzibilan. Ako na kraju iznos bilansa kolateralna hipotekarnog kredita ponovo poraste, onda ovo može biti potencijalna opasnost od gubitka zbog perioda nižeg nivoa LIBOR-a. Odluka o primeni svoptizacije nije jednostavna zbog LIBOR-a koji jednostavno fluktuirava iz perioda u period. Ova već viđena strategija zahteva aktivni me-

nadžment i odlične veštine predviđanja tržišta kamatne stope. Struktura isplate je uglavnom na jednomesečnom nivou kao što možemo videti u Tabeli 1.

Glavni problem u određivanju cene i hedžinga ravnotežnog garantovanog svopa je razlika između N_t, c_t - fiktivni (bilansni) ravnotežni garantovani svop koji je fiksni i nepoznat u nultom periodu, kuponi su sabrani tokom perioda na jednoj strani, i U_t, p_t - fiktivna amortizacija predstavljena gornjom krivom nižeg CRP scenarija i korespondirajući fiksni kuponi na drugoj strani. Cena ovog svopa predstavljena je na osnovu razlike u stopi y i u u ovoj strukturi nije koincidentna sa razlikom u ceni δ od izračunatog pariteta na hedžing amortizacioni svop. Niže y može upravo pokriti premiju na kamatnu stopu derivata unapred plaćenih troškova i neosiguranog prostora naglašenog u Tabeli 1.

Ako je L_t fiksni LIBOR u vremenu t i w_t predstavlja opterećenje koje daje jednačinu fiktivnog donjeg opterećenja na razliku između gornje i donje krive, zatim neto isplata prodavcu ravnotežnog garantovanog svopa na kraju perioda $[t, t+1]$ je:

$$N_t(ct - L_t - y)\Delta t + U_t(1 - w_t)(L_t + \delta - p_t)\Delta t \quad (1)$$

Tabela 1. Gotovinski tok strukturalnog ravnotežnog garantovanog svopa sa amortizacijom svoptizacije

		Isplata u vremenu $t + 1$		
Proizvod	Akcija	Kupac UGS	Prodavac UGS	Krajnja zaštita
Uravnoteženi garantovani svop	Fiksni LIBOR	$-N_t c_t \Delta_t$ $+N_t (L_t + y) \Delta_t$	$N_t c_t \Delta_t$ $-N_t (L_t + y) \Delta_t$	- -
Amortizacioni svop	Fiksni LIBOR	- -	$-U_t p_t \Delta_t$ $-U_t (L_t + \delta) \Delta_t$	$U_t p_t \Delta_t$ $-U_t (L_t + \delta) \Delta_t$
Svop od svoptizacije	Fiksni LIBOR	- -	$w_t U_t p_t \Delta_t$ $-w_t U_t (L_t + \delta) \Delta_t$	$-w_t U_t p_t \Delta_t$ $+w_t U_t (L_t + \delta) \Delta_t$

* Δ_t je datum obračunate neisplaćene obaveze $[t, t + 1]$;

Izvor: Pavlov [2001]

Ovde ne postoji garancija da će isplata biti pozitivna za ceo vremenski period. Pretpostavljamo da je hedžing rizik nametnut prodajom ravnotežnog garantovanog svopa s portfolijom amortizacionog svopa na gornjoj krivoj, kao i ranije, i serijom amortizacione donje granice koje je fiktivno determinisana kao razlika između donje i gornje krive. Donja granica isplative cene može biti ista kao u slučaju isplative cena svoptizacije na oba instrumenta kada imamo isplatu u novcu. Međutim, donja granica u ceni nema mogućnost nikakvog smanjenja za kupca što znači da neće biti nikakvog odliva koji se dovodi u vezu s donjom granicom. Iz tog razlo-

ga, donja granica će uvek biti skuplja nego svoptizacija, ali prodavac takođe ima dve prednosti. Prva, ne postoji ekonomska odluka koja se može doneti nakon životnog veka svopa. Ako je opcija na donjoj granici u novcu, opcija će biti realizovana i isti ekonomski ishod dovodi se u vezu sa upravljanjem ravnotežnim garantovanim svopom koji je ostvaren za dati period. Druga, čak iako nemamo potrebu za fiktivnom komparacijom, donja granica opcija uvek će biti ostvarena iako su one u novcu. Dodatni gotovinski tok je nadoknada za povećanje plaćene premije za donju granicu kada je svop prodat, Schwartz, et. all. [2000].

Druga mogućnost može dovesti do zamene ravnotežnog garantovanog svopa sa amortizacionim svopom ispod donje krive i portfolio sa gornjom granicom jednak je izvršnoj cene između razlike fiksne kamatne stope akcije amortizacionog svopa i cene amortizacionog svopa. Gornja granica može biti od pomoći da se premosti jaz između LIBOR-a i isplaćenog fiksnog kupona. Ovde imamo slične prednosti kao u slučaju upravljanja hedžing portfolijom. Tabela 2. pokazuje tokove isplate unutar hedžing strategije. Neto isplata prodavcu ravnotežnog garantovanog svopa je:

Ova jednačina pokazuje da se moguće negativne isplate suočavaju sa osiguranim ravnotežnim svopom koji je ograničen područjem gde ravnoteža kolateralnog portfolija je izvan izabranog CPR područja.

LIBOR - bazni svopovi su teški za procenu zbog nepostojanja modela za kamatnu stopu. Dok se LIBOR naslanja na svop, on može biti uglavnom cenovno određen u pravcu krive. Na primer, postoji potreba za dobrim makroekonomskim modelom predviđanja koji pomaže generisanje projekcije bazne kamatne stope u različitim budućim ekonomskim scenarijima. Subprimarna kri-

$$N_t (c_t - L_t - y)\Delta_t + U_t (L_t + \delta - \rho_t)\Delta_t + w_t U_t \max(L_t + \delta - \rho_t, 0)\Delta_t \quad (2)$$

Tabela 2. Gotovinski tok strukturalnog ravnotežnog garantovanog svopa sa amortizacionom donjom granicom

		Isplata u vremenu t + 1		
Proizvod	Akcija	Kupac UGS	Prodavac UGS	Krajnja zaštita
Uravnoteženi garantovani svop	Fiksni LIBOR	$-N_t c_t \Delta_t$ $+N_t (L_t + y)\Delta_t$	$N_t c_t \Delta_t$ $-N_t (L_t + y)\Delta_t$	- -
Amortizacioni svop	Fiksni LIBOR	- -	$-U_t \rho_t \Delta_t$ $-U_t (L_t + \delta)\Delta_t$	$U_t \rho_t \Delta_t$ $-U_t (L_t + \delta)\Delta_t$
Donja granica isplate Donja granica isplate		- -	$-w_t U_t \max(\rho_t$ $- L_t - \delta, 0)\Delta_t$	$-w_t U_t \max$ $(\rho_t - L_t - \delta, 0)\Delta_t$

Izvor: Pavlov [2001]

za jasno demonstrira da je teško predvideti tajming i veličinu smanjenja u kamatnoj stopi, dok LIBOR - bazni svop nema tih problema, određivanje cene ipak zahteva posmatranje fundamentalnih makroekonomskih analiza u odnosu na arbitražni model koji ima mali efekat u ovakvom slučaju.

ZAKLJUČAK

U ovom radu nastojali smo da pronađemo set finansijskih instrumenata podesnih za upravljanje rizikom s rastom tržišta nekretnina u svetu. Međutim, uvođenjem derivata na tržištu realne imovine nije jednostavno iz prostog razloga što je likvidnost teško utvrditi kada su stope prinosa nepredvidive. Prema nekim autorima ako su promene u tržišnoj ceni predvidive, stoga promena u ceni neće biti smatrana rizičnom. Glavna prepreka za razvoj primene derivata realne imovine ogleda se u činjenici da kada stopa prinosa prati trendove u određenom vremenskom trenutku tržište je tada jednosmernog karaktera stvarajući probleme u pronalaženju zainteresovane druge strane. Pored toga, suprotna strana kod derivata realne imovine nije nužna jer špekulanti tada zauzimaju poziciju uprkos tržišnom trendu.

Derivati realne imovine su korisni za nekoliko kategorija krajnjih korisnika. Prva kategorija obuhvata pojedince koji su vlasnici nekretnina i privatne investitore specijalizovane za realnu imovinu. Druga kategorija obuhvata menadžere aktive koji se osiguravaju od rizika cene, kako domaću, tako i stranu realnu imovinu. Bliska navedenoj kategoriji je kategorija dilera i portfolio menadžera strukturnih proizvoda koji nastoje osigurati svoju poziciju. Na kraju, derivati realne imovine mogu biti ugrađeni u strukture novodizajniranih strukturnih proizvoda. Rizici od kojih se korisnici svih kategorija osiguravaju u slučaju derivata realne imovine mogu varirati. Na primer, članovi prve kategorije nastoje imati zaštitu od rizika cene, dok korisnici u drugim kategorijama mogu razmatrati derivate nekretnina u vezi s rizikom kamatne stope i verovatno deviznim rizikom.

LITERATURA

1. Buttimer, R. J., Kau, J. B., Slawson, C.V. [1997] „A model for pricing securities dependent upon a real estate index“, *Journal of Housing Economics*, Vol. 6, pp. 477–67
2. Fabozzi, F.J., Shiller, R.J. and Tuna-ru, R.S. [2009] *Pricing models for*

- real-estate derivatives*, Working Paper, Yale School of Management, International Center for Finance, pp. 8–14
3. Fabozzi, F.J., Shiller, R.J., Tunaru, R.J. [2010] „Property Derivatives for Managing European Real – Estate Risk“, *European Financial Management* Vol.16. No 1, p. 211
4. Ghysels, E., Plazzi, A. and Valkanov, R. [2007] „Valuation in US commercial real estate“, *European Financial Management*, Vol. 13, pp. 37-41
5. Gorton, G. [2009] „The subprime panic“, *European Financial Management*, Vol. 15, pp. 190–195
6. Horrigan, H.T., Case, B., Geltner, D., Pollakowski, H.O. [2009] *RE-IT-based commercial property return indices: a model to support and improve segment-specific investment in the real estate markets*, Working Paper, MIT Working Paper, p. 902
7. Patel, K., Pereira, R. [2008] „Pricing property index linked swaps with counterparty default risk“, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 36, p. 67
8. Pavlov, A. D. [2001] „Competing risks of mortgage termination: who refinances, who moves, and who defaults?“, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 23, p. 24
9. Schwartz, E. and Smith, J.E. [2000] „Short-term variations and long-term dynamics in commodity prices“, *Management Science*, Vol. 46, p. 29

Rad primljen: 19. 04. 2011.

UDK: 339.9(100)

JEL: E 60

Pregledni rad

GLOBALIZACIJA I NJEN UTICAJ NA SAVREMENE INTEGRACIONE PROCESE U SVETU

GLOBALIZATION AND ITS IMPACT ON CONTEMPO- RARY INTEGRATION PROCESSES IN THE WORLD

Doc. dr Ibrahim TOTIĆ
Državni univerzitet, Novi Pazar

Rezime

Rad je skroman pokušaj sagledavanja globalizacije kao nedovoljno definisanog fenomena i kao spektra procesa koji se u većini slučajeva odvijaju kontrolisano, ali često i bez posebne kontrole. U radu je pokrenuto pitanje; da li je globalizacija novi fenomen ili samo logičan nastavak započetih integracija u uslovima kapitalizma laissez faire i slobodne konkurencije? Studijozno je tretirana i analizirana kao stvarna pojava bez obzira na veliki broj mišljenja, da je u pitanju samo vešto iscenirani analitički artefakt. Posmatrana je kao savršen koncept u kome je ekonomski prostor sjedinjen u jednu univerzalnu celinu za koju u poslednje vreme većina analitičara tvrdi da je održiva jedino ako se permanentno i pažljivo kontroliše. Takođe, objašnjeni su i uslovi u kojima neke države i regioni gube svoj suverenitet, a druge doživljavaju pravi privredni boom i postaju bitan činilac u svetskoj ekono-

miji. Takođe su objašnjeni mehanizmi pomoću kojih se mnoge zemlje navodno zastrašuju amerikanizacijom, vesternizacijom i u poslednje vreme sve češće i oštrije kinezijacijom. Istaknuta su mišljenja ekonomista, pravnika, filozofa i diplomata čiji je doprinos nauci i miru nagrađen Nobelovom nagradom. Njihov zajednički stav je, da je globalizacija preuredila svet i da je stvorila čitavu armiju antiglobalista koji se svakodnevno, organizovano i oštro suprotstavljaju njenom uticaju.

Ključne reči: GLOBALIZACIJA, INTEGRACIONI PROCESI, EVROPSKA UNIJA, EKONOMSKA KRIZA, SUVERENITET.

Summary

The paper is a modest attempt to look at globalization as a phenomenon insufficiently defined as a range of processes that in most cases is occurred with control, but often without specific controls. The paper raised the question, whether globalization is a new phenomenon or just a logical continuation of initiated integration in terms of laissez faire capitalism and free competition. It is meticulously analyzed and treated as a real phenomenon despite the wide number of opinions, that's just a cleverly staged an analytical artifact. Considered as a perfect concept, in which economic space is united in one universal whole, which recently most analysts claim that it is viable only if it is continuously and carefully monitored. The paper explains the conditions under which some states and regions are losing their sovereignty, while others experience a real economic boom and become an important factor in the global economy. They also explained the mechanisms by which many countries have reportedly intimidated americanisation, westernization and lately more and more severe chinazation. Highlights are the opinions of economists, lawyers, philosophers and diplomats whose contributions to science and peace Nobel prize. Their common view is that globalization has converted the world and created an entire army of anti-globalist who daily, organized and strongly oppose its influence.

Keywords: GLOBALIZATION, INTEGRATION PROCESSES, EUROPEAN UNION, ECONOMIC CRISIS, SOVEREIGNTY.

UVOD

Globalizacija, ma s kog aspekta je posmatrali, nije i ne može biti unificiran proces. Ona predstavlja dugi niz neujednačenih i protivrečnih dešavanja koja se tiču politike, kulture, ekonomije i tehnologije, čiji se uticaj preko sistema komunikacija i prisustva inovacija iz dana u dan uvećava. Vrlo rano i prilično zvučno najavljena, shvaćena je kao ideologija zagovornika slobodnog tržišta. Ona po mnogima treba da promeni svet i da stvori potpuno novi oblik globalnog, mondijalističkog i kosmopolitskog društva. Njen osnovni cilj se ne menja, on je bio i ostao, sprovođenje strukturalnih promena na planetarnom nivou, a čija uspešna realizacija neminovno, suštinski i nepovratno menja strukturu ljudskih života. Posebno pitanje je hoće li i kako će taj cilj biti realizovan? Da li nametanjem amerikanizacije, zapadnjačkog (evropski) stila ponašanja i življenja, nasilnim prihvatanjem novih nedovoljno poznatih pravila i/ili dominacijom bogatih zemalja i njihovih korporacija? Sledeće pitanje je, ko su njeni promoteri i egzekutori i koja je pojedinačna ali i globalna cena tako korenitih promena? Smatramo da sa odgovorima na ova pitanja treba sačekati, kako oni ponuđeni bez dovoljno do-

brih argumenata ne bi bili ishitreni, konfuzni i neubedljivi.

Istraživače i analitičare od svega najviše zbunjuju začeci procesa globalizacije. Filozofi tvrde da joj koreni sežu od nastanka drevnih civilizacija, koje su za njeno sprovođenje u skladu s vremenom koristili različite metode. Energično odbacuju mišljenje da je nasilna i ne prihvataju konstatacije, da je u pitanju bilo kakva amerikanizacija ili evropeizacija po svaku cenu. Naprotiv, filozofi potenciraju potrebu da se jednostavno ignoriše uvreženi stav da na primer, Sjedinjene Američke Države kao i neke zemlje razvijenog Zapada nasilno dominiraju svetom na ekonomskom, geopolitičkom i kulturalnom planu. Radi utemeljenja svojih stavova često ali sarkastično pitaju, ko je dominirao svetom pre stupanja Kristofera Kolomba na američko tlo i/ili pre formiranja na primer, Evropske zajednice¹ u Rimu 1957. godine, (kasnije Evropske unije). Zar pre toga nisu postojala mnoga carstva i civilizacije? Za mnoge nema opravdanja stavljanje globalizacije u jednosmerni odnos sa amerikanizacijom ili vesternizacijom. Na-

¹ Šimunić, H., Šimunić, J. [2006], *Porezno pravo Evropske unije*, Pravni fakultet, Zagreb, str. 2

suprot ovim razmišljanjima (u poslednje vreme) sve su češći kritički osvrti na njenu osnovnu karakteristiku, da ne poznaje nikakve svetinje, da ih bezobzirno ruši i da ostavlja pustoš na mestima na kojima su počivale čitave civilizacije i lokalne kulture. Osim toga, globalizacija se smatra glavnim inicijatorom nastajanja apsolutne kulturne homogenizacije. Svi koji misle drugačije svoju tvrdnju moraju i dokazati. Nekađašnja mišljenja da globalizacioni procesi doprinose uvećanju nejednakosti u svetu, da permanentno pogoršavaju položaj svetske populacije i da sve više njenih pripadnika regrutuju u vulnerabilne kategorije, donedavno su bila samo hipoteza, međutim, danas su dokazana surova stvarnost.

Globalizacija, podržana vrhunskom komunikacionom tehnologijom i agresivnim marketingom zapadnih kulturnih industrija koje su rasprostrte širom sveta, shvaćena je kao dominacija američkog potencijala nad tradicionalnim različitostima drugih zemalja, što uspostavlja kulturni i svaki drugi oblik homogenizacije. To je razlog zašto se u mnogim zemljama zainteresovanim za očuvanje različitosti, specifičnosti, individualnosti i nacionalnog identiteta angažuju raspoloživi kapaciteti i orga-

nizuju protesti za odbranu od surovih nasrtaja globalizacije.² Negiranje različitosti je apsolutno neprihvatljivo. A ako ih neko i negira, sigurno ima velikih problema sa njihovim prepoznavanjem. Ili ne shvata potrebu da budu sačuvane ili mu kulturni veb ima nizak vrednosni koeficijent. Mnogi autori se pitaju, da li je možda hladni rat intenzivirao globalizacione procese i da li je decentralizacija jedna od njihovih posledica? Ovde nema mesta nikakvoj dilemi. Naime, globalizacija vuče korene još od starih civilizacija, a hladni rat je započeo nakon okončanja Drugog svet-skog rata kao manifestacija naraslog nepoverenja između Istoka i Zapada. Okončanje hladnog rata je od međunarodne pozornice stvorilo prostor za osnivanje novih međudržavnih saveza (BRIK, EU, ASEAN), što baš i ne afirmiše procese decentralizacije. Posle njegovog okončanja usledilo je nastajanje država (Južna Koreja, Indonezija, Južna Afrika, Turska) koje su radi obezbeđivanja svojih pozicija počele da kroje novu svetsku mapu. Navedene činjenice govore da su globalizacioni procesi u velikoj meri doprineli drastičnoj izmeni geopolitičke

² Osterhammel, J. and Petersson, N. P. [2005], *Globalization: a short history*, pp. 8.

strukture sveta. Mnoge zemlje su izgubile svoj suverenitet i nacionalni identitet. Došlo je do buđenja lokalnih nacionalizama, do žestokih buna i antiglobalističkih protesta koji su prouzrokovali dodatno angažovanje snaga za ponovno osmišljavanje identiteta. Budući da se globalizacija odvija kroz bilateralne procese i menja pravno-ekonomsku arhitekturu mnogih zemalja, analitičari savetuju: „...da bi najpre trebalo ispitati faktore koji na različite načine podrivaju temelje državnog suvereniteta, a zatim bi trebalo precizno definisati razloge zašto većina država skoro dobrovoljno pristaje na ograničavanje njegovog obima.“³

1. MESTO GLOBALIZACIJE U LITERATURI

Savremena literatura beleži mnoge pokušaje da se globalizacija precizno definiše, bilo kao pojam, bilo kao pojava. Teoretičari svakako zaslužuju priznanja na hrabrim pokušajima, ali tvrdnja da

je ma koja od njihovih definicija sveobuhvatna, precizna i prihvatljiva kao konačna, prava je iluzija. Prema Oksfordskom engleskom rečniku, reč „globalizacija“ (engl. globalization) prvi put je upotrebljena u publikaciji. U susret novom obrazovanju, davne 1952. godine, da kako tvrdi Hopkins, označi holistički pogled ljudskog iskustva u obrazovanju.⁴ Između mnogih definicija najprikladnijom se čini ona koju je ponudio Samuel S. Kim koji kaže: „...definišem globalizaciju kao seriju složenih, nezavisnih ili povezanih procesa kojima se šire, intenzifikuju i ubrzavaju svetske međuveze u svim oblastima ljudskih odnosa i transakcija-ekonomskih, socijalnih, kulturnih, životno-sredinskih, političkih, diplomatskih i bezbednosnih-tako da događaji, odluke i delovanja u jednom delu sveta odmah imaju posledice za pojedince, grupe i države u drugim delovima sveta.“⁵ Sledeći njegov primer, Entoni Gidens kaže da se: „...globalizacija

³ Grinin, L.E. [2009], *Transformation of Sovereignty and Globalization* [1] In Grinin L. E., Beliaev D. D., and Korotayev, A. V. (eds.), *Hierarchy and Power in the History of Civilisations: Political Aspects of Modernity* (pp. 191-224). Moscow: KD 'Librocom'.

⁴ Hopkins A.G., ed. [2004], *Globalization in World History*. Norton. akds[s pp. 4-8.

⁵ Kim, S. S. [2003], „China,s Path to Great Power Status in the Globalization Era,“ *Asian Perspective*, vol. 27, No. 1 pp. 35-75.

može definisati kao intenzifikacija društvenih odnosa na svetskom planu, koja povezuje udaljena mesta na takav način, da lokalna zbivanja uobličavaju događaji koji su se odigrali kilometrima daleko i vice versa.“⁶

Dakle, pojam globalizacija upotrebljava se u govornom i pisanom jeziku od sredine 20. veka, kada se počinje govoriti o nužnom poglavlju razvoja civilizacije ili preciznije, civilizacija. „Civilizacije kao pluralizam, kaže Arnold Tojnbi, rezultat su globalizacionih procesa koji solidno klasifikovani teže utvrđivanju uzroka nastajanja, razvitka i nestajanja civilizacija na planeti Zemlji.“⁷ Postoje i takve tvrdnje: „...da je termin „globalizacija“ prvi put upotrebljen tek 1983. godine, zahvaljujući Teodoru Levitu, profesoru Harvardske škole za biznis, čija je namera bila da opiše karakteristike finansijskog tržišta.“⁸

Od tada termin globalizacija stalno upotrebljavaju menadžeri u multinacionalnim kompanijama i drugi učesnici u ekonomskom, društvenom i političkom životu. Na primer, čelnici Međunarodnog monetarnog fonda (IMF) ga koriste kada žele da objasne: „...rastuću međusobnu ekonomsku zavisnost svih zemalja sveta koju je stvorilo povećanje i raznovrsnost broja međunarodnih transakcija robe, usluga, kapitala, te ubrzana i generalizovana tehnološka razmena.“⁹

Motor globalizacije su ozbiljni i obuhvatni procesi čija realizacija i analiza rezultata zahteva studiozan, ubedljiv i sistematičan pristup, što dodatno provocira ukupnu naučnu i poslovnu javnost. Ona podrazumeva nestajanje granica u raznim dimenzijama i delovanjima na primer, u privredi, informisanju, ekologiji, tehnici, terorizmu i suspenduje prisilno prilagođavanje

⁶ Gidens, E. [2005], *Odbegli svet: kako globalizacija preoblikuje naše živote*, Stubovi kulture, Beograd,. (prevela Saduša Redžić, sociologija, Vol. XLIX (2007), N° 3, str. 286.

⁷ Tojnbi, A. [2005], *Daisaku Ikeda*, Dereta, Beograd, str. 34.

⁸ <http://sr.wikipedia.org/wiki/Globalizacija>, slobodna enciklopedija, Posećeno: Aprila, 19. 2011. 18:35.

⁹ Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S. and Volosovych, V. [2007], „Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions,“ in *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences*, ed. by Sebastian Edwards (Chicago, University of Chicago Press) , pp. 19–68.

na prinudno izmenjenu elementarnu svakodnevicu... Naročito je inspirisala kanadskog sociologa Maršala Mek Luana (Marshall McLuhan) da početkom šezdesetih godina prošlog veka prvi pomene „globalno selo“ (Global Village) istakavši da je neophodan: „...širok i optimistički pogled na globalizacije procese koji treba da dovedu do toga, da se svet organizuje tako, da ljudi iz svih zemalja postanu integrisani i svesni zajedničkih interesa i zajedničke ljudskosti...da će u njemu zahvaljujući medijima Markonijeva era zameniti Gutembergovu.“¹⁰

Da bi se u tome uspelo, analitičari predlažu da se pored tradicionalnih medijskih sredstava (štampa, radio, TV) vrši masovna upotreba modernih tehničkih dostignuća (internet, savremeni informacioni sistemi, elektronska tehnologija) i svih drugih (ne)dozvoljenih sredstava. Analizirajući pomenute predloge često se pitamo zašto su mnogi autori u svojim pokušajima da realno sagledaju procese globalizacije ne-

shvaćeni ili su shvaćeni kao provokatori ili politikanti. Odgovor je, zato što se njihova istupanja uglavnom kose sa namerama političke oligarhije koja ima jedan jedini cilj: „...da globalizaciju predstavi kao produkt okruženja u kome su pojedinci ili određene društvene strukture toliko povlašćene da su prosto zaslepljene visokim privilegijama...ali istovremeno ne vide da ih upravo ta zaslepljenost odvodi pravo u Ikarov parados.“¹¹ Debatujući o privilegijama J. K. Galbrajt kaže da bi prema njegovom mišljenju: „...u nekim hipotetičkim izborima koji bi bili sprovedeni za neku bitnu funkciju na tlu Sjedinjenih Američkih Država na primer, u državi Njujork, u žestokoj kampanji i uz pomoć glasačke mašinerije težina glasova porodice Rokfeler bila isto tolika značajna, koliko i glasovi svih drugih građana ove države, pa čak i više od toga.“¹² Time je želeo istaći, da globalizacija nije samo akcelerator velikih svetskih događanja i društveno-ekonomskih ugibanja već i odraz ponašanja pojedinaca koji

¹⁰ Marshall, McL. and Bruce, R. P. [1992], *The Global Village: Transformations in World Life and Media in the 21st Century*. Oxford University Press: Septembar 17. 1992.

¹¹ Bovaird, T. [2003], *Strateški menadžment*, ECPD - Evropski centar za mir i razvoj, Beograd, str. 37.

¹² Galbraith, J. K. [1979], *Ekonomika i društveni ciljevi*, Otokar Keršovani, Rijeka, str. 200.

kao politički činioци i vešti posednici ekonomske moći vitruozno orkestriraju njenim procesima. Međutim, ovo razmišljanje ni izdaleka nije i ne sme biti shvaćeno kao konačno definisanje globalizacije.

Globalizacija je visokostrukturalan skup razloga, namera i potreba koje dovode do međudržavnih integracija, udruživanja kompanija, stvaranja trgovinskih udruženja, asocijacija i političkih povezivanja zemalja i regiona, radi istih i/ili sličnih interesa. Egzistira na univerzalnim vrednostima-privatnoj svojini, poštovanju ljudskog dostojanstva i ljudskih prava, višepartijskoj demokratiji, vladavini prava i tržišnoj ekonomiji. To su vrednosti koje su apsolutno prihvaćene, nezavisno od

istorijskih i nacionalnih specifičnosti ili od odnosa između Istoka i Zapada. Njene vrednosti počivaju na vrlo čvrstim stubovima i u ingerenciji su vrlo važnih institucija. U ekonomskom smislu to su Međunarodni monetarni fond (IMF), Svetska banka (IBRD), odnosno (World Bank) i Svetska trgovinska organizacija (WTO), a u vojno-političkom smislu najznačajnije je NATO (North Atlantic Treaty Organization).¹³

2. UVOĐENJE JEDINSTVENE VALUTE U EVROPSKU UNIJU KAO POSLEDICA GLOBALIZACIJE

Većina analitičara smatra da je problem globalizacije tim veći što

¹³ Organizacija UN za industrijski razvoj – UNIDO (*United Nations Industrial Development*), osnovana 17. novembra 1967. godine, sa članstvom od 169 zemalja i sedištem u Beču, Međunarodna organizacija rada – ILIO (*International Labor Organization*), osnovana 1919. godine, sa članstvom od 173 zemlje i sedištem u Ženevi, Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj – OECD (*Organization for Economic Cooperation and Development*), osnovana 1960. godine sa članstvom od 30 zemalja i sedištem u Parizu, Organizacija zemalja izvoznika nafte – OPEC (*Organization of the Petroleum Exporting Countries*), osnovali su je Kuvajt, Venecuela, Saudijska Arabija, Irak i Iran na Konferenciji u Bagdadu 1960. godine. Danas broji 11 članica i ima svoje sedište u Beču. Ovo nije konačan spisak vladinih i nevladinih udruženja jer bi njemu pripadale WHO, ISO, organizacije Evroazijske integracije, Azijske integracije, Integracije Pacifičkog regiona, sa Afričkim integracijama i sl. (*Videti*: Dašić, D. [2003], *Diplomatija, Ekonomska multilateral i bilateral, Univerzitet „Braća Karić“ i Multidisciplinarni centar za podsticanje integracionih procesa i harmonizaciju prava*, Beograd, str. 76-183).

njene procese u najvećoj meri određuju regionalni činioci. Oni su prepoznatljiviji po načinu na koji se podstiče uklanjanje barijera, eliminišu nejednakosti i donose odluke o zaključivanju različitih sporazuma između zemalja koje su integrisane u određenu uniju i onih koje to nisu. Jednim od bitnih regionalnih činilaca smatra se evro koji je od 1. januara 1999. godine, u svom virtuelnom obliku zvanično postao jedinstvena valuta za 11 država-članica Evropske unije. Odluka je bila da od 1. januara 2002. godine, u svom fizičkom obliku (novčanice i kovani novac) bude pušten u opticaj u cilju postizanja visokog stepena harmonizacije. Kao zajednička valuta prihvaćen je u Austriji, Belgiji, Finskoj, Francuskoj, Nemačkoj, Irskoj, Italiji, Luksemburgu, Holandiji, Portugaliji i Španiji. Nije prihvaćen u Grčkoj, Danskoj, Velikoj Britaniji i Švedskoj. Velika Britanija i Danska su ispunjavale uslove za njegovo uvođenje ali su više verovalе svojoj valuti (£ i kruna) dok Švedska i Grčka nisu ispunjavale potrebne uslove.¹⁴ Bez obzira što je nedav-

no uveden sve su češće i glasnije izjave zvaničnika da evro nije opravdao očekivano poverenje. Naime, mnoge države-članice Evropske unije sa setom se prisećaju vremena kada evro nije bio „njihova“ valuta. Ova činjenica je dvostruko neshvatljiva. Prvo, uvođenje zajedničke valute značilo je sticanje poverenja, pre svega u one evropske zemlje koje su kroz istoriju smatrane nesigurnim ekonomskim prostorom, naročito rizičnim za investiranje. Drugo, ispostavilja se da pomenuto poverenje uopšte nije ni postojalo. Radilo se o običnom mamcu za opasnu i veoma vešto pripremljenu zamku. Pol Krugman laureat Nobela za ekonomiju (2008), rekao je u intervjuu „Njujork tajmsu“ (New York Times) da je: „...prošlo 60 godina od kada je Šumanovom deklaracijom Evropa započela put ka većem jedinstvu. No, to će biti dovedeno u pitanje, ukoliko propadne projekat evra. U tom slučaju Evropa se ne bi vratila u vreme minskih polja i bodljikave žice, ali to bi bio nepopravljivi udarac za nade u istinsku evropsku federaciju“.¹⁵

¹⁴ Ilić-Popov, G. [2004], *Poresko pravo Evropske unije*, Službeni glasnik, Beograd, str. 13.

¹⁵ Krugman, P. Krah evra dovešće u pitanje jedinstvo Evrope., *New York Times*, <http://www.standard.rs/vesti/37-ekonomija/6381-pol-krugman-krah-evra-dovee-u-pitanje-jedinstvo-evrope-.html>. Posećeno: April, 03. 2011. 17: 48.

Uvođenje evra podrazumevalo je da se za više narednih generacija ne samo u Evropi već i izvan nje osigura dugotrajan mir, učvrsti demokracija i podrži zajednički prosperitet. Međutim, krojači evro-poduhvata opijeni svojim projektom, odlučili su da ignorišu upozorenja o ovozemaljskim teškoćama s kojima će se u budućnosti suočavati zajednička valuta. Osvrćući se na taj problem Pol Krugman dalje kaže: „...Evropi, pre svega nedostaju institucije neophodne da evro bude funkcionalna valuta. Umesto toga, njegove arhitekture su se ponašale kao da plemenitost njihove misije nadmašuje takva upozorenja i brige. Rezultat je tragedija ne samo za Evropu već i svet, kome je Stari kontinent model za ugledanje...“¹⁶ Formiranje evrozona otvorilo je novu stranicu na kojoj se nalazi nekoliko važnih pitanja.

Prvo, zašto je projekat uvođenja evra značajan, da li samo zbog ideje koja je okupirala maštu evropske političke elite i drugo, da li će zajednička valuta funkcionisati kao što u Sjedinjenim Američkim Državama funkcionise USA \$? Što se prvog pitanja tiče, istina je da su mnogi lideri evropskih država pristali na uvođenje jedinstvene valute očeku-

jući da će ona imati pozitivan efekat na trgovinu, da će olakšati poslovanje i da će dovesti do uvećana ekonomskog prosperiteta. Što se gubljenja finansijskog suvereniteta tiče, većina je smatrala da je reč o samo delimičnom preusmeravanju ovlašćenja na Evropsku uniju i njene organe, međutim, nije tako. Za većinu država-članica Evropske unije to je značilo svesno odricanje od sopstvene valute, gubljenje ekonomske fleksibilnosti i sužavanje finansijskog manevarskog prostora u kome se mnoge od njih nisu najbolje snašle. U vezi sa drugim pitanjem, da li će zajednička valuta funkcionisati, poput USA \$, odgovor je kratak i jasan: neće. Evropska unija i pored svih integracionih uspeha nije uspevala da postane monetarno integrisana celina poput Sjedinjenih Američkih Država. To znači da se evro neće koristiti u jasno definisanim granicama jer ih Evropska unija kao takve nema i samim tim neće biti funkcionalan, jer će „preskakati“ pojedine države u kojima nije jedino sredstvo plaćanja. Sjedinjene Američke Države, Kina ili Japan nemaju taj problem. One imaju sopstvenu valutu koja je funkcionalna i koja se poklapa sa njihovim granicama. Osim toga, ove zemlje imaju svoje velike centralne vlade, svoj jezik i

¹⁶ Opus citatum.

kulturu, nasuprot Evropskoj uniji koja još nema mnoge od ovih elemenata i u kojoj se kao službeni koriste 23 jezika država-članica.

Osnivanje Evropske centralne banke shvaćeno je kao bitan element državnosti Evropske unije.¹⁷ Ekonomistima, pravnicima, diplomatama i političarima ideja iz Mastrihta 1992. godine, koja je prethodila uvođenju evra kao jednog od stubova integracionih procesa, na startu je odavala utisak neizvesnog i vrlo problematičnog monetarnog projekta. Za mnoge države njegovo uvođenje je bio najlepší trenutak, veliki i plemenit poduhvat i pompezan doživljaj. Sada je slika sasvim drugačija jer su mnoge od njih u dubokoj i bezizlaznoj krizi. Dostignuće kojim su se najviše ponosile (jedinstvena valuta-

evro) i koje su oberučke prihvatile dovelo ih je u zonu velike opasnosti. Sada se mnoge osećaju prevarenim i celu priču o jedinstvenoj valuti doživljavaju kao vešto izrežiranu predstavu. Na primer, Irska koja je 1. januara 1973. godine, postala članice tada Evropske zajednice, zbog fantastičnog ekonomskog uspeha slavljenja je kao „Keltski tigar“. Međutim, globalizacioni procesi su je ubrzo sveli na niske grane i doveli do duga od blizu 100 milijardi evra, sa stopom nezaposlenosti od 13 % i budžetskim deficitom od blizu jedne trećine bruto društvenog proizvoda (BDP). Dugo je odolevala pritisku Evropske centralne banke da se zaduži za 60 milijardi evra, smatraljući da može da izbegne bankrot. Međutim, pritisnuta od drugih

¹⁷ Ideja o evropskom ujedinjenju starijeg datuma i svoje korene vuče još pre Drugog svet-skog rata, da bi nakon prvog javnog istupanja Vinstona Čerčila u Cirihi (Švajcarska) 1946. godine postala stvarnost. U sklopu zalaganja za stvaranje ujedinjene Evrope nala-zi se i odluka od 1. juna 1998. godine, o prelasku na treći stepen Ekonomske i monetar-ne unije (*EMU*), koju su doneli šefovi država i vlada Evropske unije. Time je zvanično osnovana Evropska centralna banka (*ECB*). Zajedno sa nacionalnim centralnim banka-ma petnaest država-članica Evropske unije čini Evropski sistem centralnih banaka (*ESCB*), čija je obaveza upravljanje finansijskim operacijama oko uvođenja zajedničke valute-evra i kontrolisanje svih finansijskih tokova i procesa. Osnivanje Evropske cen-tralne banke (*ECB*) značilo je da dvanaest država koje su uvele evro, formalno i suštin-ski deo svog državnog suvereniteta u oblasti monetarne politike prepušta Evropskom si-stemu centralnih banaka i Evropskoj centralnoj banci (*ECB*), koja ima ključnu ulogu u vođenju monetarne politike.

država-članica Evropske unije koje su zazirale od ekspanzije krize na periferiji (pre svih Nemačka), morala je da popusti, pristajući da bude dužnik koji treba sredstvima zajma da servisira svoje ranije dugove.

Grčka je 1. januara 1981. godine postala članica Evropske zajednice i od tada je paradigma neuspesne ekonomije, koja ne proizvodi skoro ništa aktuelno i čije stanovništvo pretežno živi od usluga u turizmu, što više nije dobra referenca s obzirom na turistički boom Turske, Egipta i zemalja Magreba. Njen budžetski deficit i nivo zaduženosti još iz 2009. godine, bacio je procene najvećih optimista u zasenak. Evropska statistička agencija (Evrostat) objavila je krajnje sumornu analizu privrednih tokova koji ne brinu samo Grčku već i celu Evropsku uniju. Samo u toku 2010. godine iz Grčke se preselilo oko 1.500 kompanija u susedne zemlje što je prouzrokovalo masovna otpuštanja radnika. Iz grčkih banaka „odletelo“ je 26 milijardi evra, nešto iz straha vlasnika depozita od bankrota, a nešto zbog pokrivanja ogromnih privrednih gubitaka.¹⁸ Prema istom izvoru blizu 90 hiljada njenih građana

mlađih od 35 godina izgubilo je posao. Više od 200 hiljada domaćinstava nema nijednog zaposlenog člana, a kase socijalne pomoći odavno je popunila paučina. Dodatni problem su predviđanja, da će stopa nezaposlenosti u Grčkoj u toku 2011. godine premašiti 20 %. Grčke bolnice su prepune povređenih demonstranata koji negoduju zbog drastičnih mera štednje za koje vršilac dužnosti generalnog direktora Međunarodnog fonda (IMF) Džon Lipski tvrdi da ne predstavljaju vid „oštre štednje“.

Predsednik grčke vlade Jorgos Papandreu sigurno nije ostavio dobar utisak kada je na sastanku Socijalističke internacionale u Parizu napao Nemačku da vrši pritisak na Irsku i Portugaliju i time otežava njihovu ekonomsku poziciju. „Time se, kaže on, direktno utiče na turbelencije na finansijskom tržištu i stvaraju spirale vrtoglavog rasta kamata na kredite...sa takvom situacijom se zbog neodlučnosti i uskraćene solidarnosti najmoćnijih zemalja Evropske unije u protekle dve godine suočila i Grčka koja plaća previsoku cenu“.¹⁹ Osećajući se prozvanom, nemačka kancelarka Angela Merkel

¹⁸ *Večernje novosti*, utorak, 16. novembar 2010. godine.

¹⁹ Opus citatum.

koja po svemu sudeći drži ključ grčke krize u rukama, nije mu ostala dužna, izjavivši da njena zemlja nema nameru da izdržava lenji grčki narod. U Grčkoj je nedavno stupio paket mera reformisane vlade pomenutog predsednika koji je jedan od najrestriktivnijih koji je donešen u bilo kojoj državi-članici Evropske unije. Planirano je da štednja „popuni“ grčku kasu za 30 milijardi evra za period od pet godina i da se dugoročno posmatrano privatizovanjem javnih preduzeća obezbedi novih 50 milijardi eura.²⁰ Novih 12 milijardi evra (peta tranša kredita) koje su odobrene Grčkoj treba da spreče njen bankrot, obezbede budućnost zajednike valute, onemoguće krizni domino efekat u mnogim državama-članicama Evropske unije i da sačuva budućnost Evrozone.

3. GLOBALIZACJA KAO INICIJATOR INTEGRACIJA

Od 19. septembra 1946. godine, kada je Winston Čerčil svojim govorom u Cirihu (Švajcarska) zapalio baklju jedinstva Evrope, izgledalo je da će integracije imati svoj zamišljeni tok. Međutim, dugo vremena

mnogo toga se nije pomerilo ni za jednu stopu, a opravdanje je bilo da je Drugi svetski rat tek okončan i da nije pogodno vreme za osnivanje velikih ekonomsko-političkih saveza. Ipak, mnogi ekonomisti, pravnici, državnici i analitičari, koji su pravilno razumeli Čerčilov govor ocenili su ga ne samo kao poziv na ujediničenje, već i kao odgovor na dešavanja u Breton Vudsu (New Hampshire) od 22-24. jula 1944. godine. Na bretonvudskoj konferenciji 44 zemlje su tražile način da realizuju ideju o institucionalizaciji međunarodnog monetarnog sistema, umesto klasičnog monetarnog sistema koga je progutala velika ekonomska kriza 1939. godine. Na toj konferenciji formiran je Međunarodni monetarni fond (IMF) koji je zvanično počeo sa radom 27. decembra 1945. godine. To nije promaklo pronicljivom Čerčilu koji se nije mirio sa činjenicom da Sjedinjene Američke Države postaju dominantna svetska ekonomska sila. Teško mu je palo da nekadašnjeg glavnog dužnika Velike Britanije mora da prihvati kao najubedljivijeg promotera globalizacije i njenih dinamičnih procesa koji kreiraju strukturu i određuju razvojne tokove političkih i ekonomskih sistema svojstvenih modernom vremenu.

²⁰ *Večernje novosti*, petak, 1. jul. 2011. godine.

Sjedinjene Američke Države, poučene lošim stavom svojih političara, da se tokom Prvog svetskog rata ne eksponiraju previše, osetile su trenutak slabosti Zapadne Evrope i njen strah od nadiranja crvenog komunizma. U njenom strahu videle su svoju veliku šansu za korenitu izmenu dojučerašnjih uverenja. Posrnuli evropski kapitalizam uplašen događajima na Istoku, nije imao ekonomske snage da zadrži doskorašnju lidersku poziciju. Dužnički odnos prema Evropi koji je trajao do 1913. godine, postao je prošlost i Sjedinjene Američke Države definitivno preuzimaju dizgine i počinju da uspostavljaju politički, ekonomski i zakonodavni red i da diktiraju globalizacione procese. Prvi korak moderne globalizacije koji se veže za ulogu Sjedinjenih Američkih Država iskoračen je ka stvaranju

potpuno novih uslova za primenu savremenog koncepta međunarodnog monetarnog sistema.²¹ Pomenu ta konferencija u Breton Vudsu ostala je zapamćena zbog toga što su na njoj bile izložene dve koncepcije savremenog monetarnog sistema. Prvu koncepciju je zastupao lord J. M. Kejns koga ni državni poslovi Velike Britanije nisu pomirili sa Vinstonom Čerčilom. Zalagao se za stvaranje klirinške unije koja bi izdavala jednu vrstu klirinškog novca koga je nazvao bankor²² i koji bi bio vezan za zlato fiksnim paritetom. Jedini uslov je bio da se bankor može zameniti za zlato, ali ne i zlato za bankor, kako ga na samom startu njegove primene ne bi otkupile države koje su imale velike količine zlata.²³ Mislio je pre svega na Sjedinjene Američke Države, koje su ratne operacije koštale oko milijardu

²¹ Čurčić, U. [2002], *Bankarski portfolio menadžment*, Feljton, Novi Sad, str. 284.

²² Kejns, J. M. je 1925. godine u članku „*Negativne ekonomske posledice gospodina Čerčila*“, kao i u nizu drugih članaka ukazao na slabosti Čerčilovog govora u Donjem domu o inflaciji i zlatnom standardu. U trenutku kada su se Velika Britanija i njen parlament oduševljavali govorom ministra finansija (Vinston Čerčil), J. M. Kejns je pitao: „...kako se dogodilo da gospodin Čerčil napravi takvu glupost i zašto on, kao razborit čovek, ne poseduje sposobnost da ne čini takve greške?“, (Videti: J. M. Kejns, *Essay in Persuasion*, Njujork, 1963, str. 248-249. (Videti: Jakšić, M., Pejić, L. [1995], *Doktrine velikih ekonomista*, Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 129).

²³ Đokanović, T. [2003], *Međunarodni ekonomski odnosi*, Izvodna građa iz knjige, Evropski centar za mir i razvoj-ECPD, Univerzitet za mir Ujedinjenih nacija, Beograd, str. 24.

USA \$, ali su uspele da akumuliraju blizu 80 % zapadnih rezervi zlata i da ostvare 13,5 milijardi USA \$ investicija u svetu. Lord J. M. Kejns nije imao dilemu da su se Sjedinjene Američke Države nametnule kao svetski lider, ali je grčevito zastupao svoj stav i odbijajući njihovu supremaciju, tvrdio je da za primenu sistema zlatnog važenja ne postoje adekvatni uslovi. Dakle, ponovio je razloge zbog kojih je svojevremeno došao u sukob sa Vinstonom Čerčilom. Lord J. M. Kejns jednostavno nije podnosio sistem zlatnog važenja ostao je dosledan svom stavu i na kraju je trijumfovao.

Drugi koncept zastupao je američki ekonomista Hari Dekster Vajt. On je predlagao osnivanje legalizacionog fonda koji bi se starao o usklađivanju tehnike u međudržavnom plaćanju. U njemu bi bilo pohranjeno raspoloživo zlato i devizni novac kao institucionalni instrument, koji bi omogućavao blagovremeno plaćanje. Legalizacioni fond bi takođe vodio računa o obimu kreditiranja, odnosno zaduživanja pojedinih država.

Dve ponuđene koncepcije razlikovale su se po tome što se lord J. M. Kejns zalagao da bankor bude klirinški novac, upotrebljiv za sve, a Vajt je insistirao da to ipak bude

zlato kao provereno sredstvo plaćanja. Vajtov koncept je imao jasnu poruku. U to vreme Sjedinjene Američke Države kao sila u usponu, raspolagale je sa dve trećine svetskih rezervi zlata koje su se nalazile u američkoj „zlatnoj“ tvrđavi Fort-Knox. Budući da su zagovornici ponuđenih koncepcija ostali pri svojim stavovima, kompromis je nađen tako što su iz posleratnog monetarnog sistema izvučeni zajednički principi koji su prema Bertrandu morali polaziti: „...od slobode odvijanja međunarodnih transakcija multilateralizma u međunarodnoj trgovini, od spoljne konvertibilnosti svih valuta, od zabrane devalvacije valuta u konjunkturane svrhe, od utvrđenih stabilnih pariteta domaće valute u odnosu na zlato ili dolar, od osnivanja međunarodne institucije koja će dobiti ovlašćenja za očuvanje međunarodne monetarne discipline.“²⁴

Globalizacija između ostalog često podrazumeva delimično ali vrlo svesno gubljenje visokih pozicija u svetskoj ekonomiji zbog nejasnih političkih stavova i nečistih računa u odnosima između pojedinih zemalja. Ko poznaje stepen za-

²⁴ Bertrand, R. [1971], *Economie financiere internationale*, PUF, Paris, pp. 237.

tegnutosti odnosa između Kine i Sjedinjenih Američkih Država lako mu je da shvati pretnje američkog predsjednika Baraka Obame kineskoj vladi na Samitu G 20 održanom od 11-12. novembra 2010. godine u Seulu (Južna Koreja). Predsednik Sjedinjenih Američkih Država Barak Obama nasledio je američku finansijsku krizu od svog prethodnika Džordža Buša Jr. koji je bio domaćin prvog Samita G 20 u Vašingtonu 2008. godine, odmah posle njenog izbijanja. Kao i Džordž Buš Jr. (kome se to na kraju mandata grdnno osvetilo) Barak Obama je zagovornik slobodnog tržišta. Na peti po redu Samit G 20, Barak Obama je došao sa planom koji je predviđao obavezu Kine da ojača svoju valutu između 20 i 40 % u odnosu na trenutnu vrednost. U slučaju da se Kina ogлуši o zahtev, zapretio je da će plan koji predviđa uvođenje dodatnih carina i/ili drugih ograničenja na plasman kineskih proizvoda biti aktiviran. Ovaj zahtev naišao je na osudu i najvećih američkih prijatelja koji su ocenili da je više nego imperativan i da je bez ekonomske ali i političke osnove (Angela Merkel). Podržao ga je samo odlazeći predsednik Brazila

Lula da Silva izjavom: „...da bogate zemlje ne troše dovoljno i ne kupuju, i ako svako želi da sopstvenu privredu učvrsti kroz izvoz, čitav svet će bankrotirati. Ako samo hoćete da prodajete, ko će to da kupuje?“²⁵ Izostala podrška je pokazatelj da zemlje kojima dobro ide (Kina, Nemačka, Velika Britanija) i koje više izvoze nego što uvoze nisu uvek spremne da se solidarišu sa drugima, a posebno sa Sjedinjenim Američkim Državama kod kojih uvoz dominira nad izvozom. Sjedinjene Američke Države samo u trgovini sa Kinom imaju preko 273 milijarde USA \$ deficita. Kina je najveći kupac američkih obveznica i trenutno ima preko 2.000 milijardi USA \$ investicija u inostranstvu. Ceneći snagu ekonomije svoje zemlje i položaj drugih zemalja, potpredsednik kineske vlade Ven Kišan je nedavno izjavio, da će njegova zemlja početi da postepeno jača svoju valutu, što ne treba dovesti u vezu s prethodnim zahtevom američkog predsjednika.

U predvečerje velike finansijske krize, vodeće ekonomske sile su kao mehanizam zaštite svojih domaćih tržišta koristile povećane uvozne carine, dok je u novim uslo-

²⁵ *Večernje novosti*, nedelja 21. novembar 2010. godine.

vima u upotrebi mehanizam slabljenja sopstvene valute. Lideri vodećih svetskih ekonomija su priznali da rat valutama postoji jer se mnoge države trude da održe svoju proizvodnju bez obzira na obim štete koja može biti naneta drugim državama. Švajcarska je tokom 2010. godine potrošila blizu 15 milijardi USA \$ da spreči pokušaj jačanja franka, dok je Japan kupio 20 milijardi USA \$, da bi oslabio jen u odnosu na USA \$. U prvim borbenim redovima valutnog rata nalaze se zemlje sa rastućom ekonomijom, pre svih Brazil i Kina, zajedno sa Sjedinjenim Američkim Državama i nekim državama-članicama Evropske unije. U vezi sa ratom valuta jedan od čelnika Svetske banke (Robert Zelik) je izjavio: „...da neke države u pokušaju da sebe učine konkurentnijim, namerno devalviraju svoju valutu, dok druge, poput Evrope ili Sjedinjenih Američkih Država olabavljaju svoju monetarnu politiku.“²⁶ Sledi zaključak da između lidera grupe G 20 postoji velika netrpeljivost, što više i nije nikakva tajna. O tome bolje od sve-

ga govori komentar jednog izveštača u londonskom „Fajnenšel tajmsu“ kada je učesnike korejskog Samita G 20 nazvao „Grupa dvadeset vodećih svađalica“²⁷ Pogledom na novu svetsku mapu, pronicljivi ekonomisti odmah izvlače zaključak da zemlje u razvoju predstavljaju tržište u nastajanju i da moraju iskoristiti sve prednosti koje stvaraju procesi globalizacije. Da bi potkrepio ovo i slična razmišljanja Samers ističe: „...da bi te prednosti bile pre svega kod finansijske globalizacije, i prvi iskorak koji treba napraviti je onaj koji vodi ka podizanju nacionalnog dohotka sa srednjeg nivoa, na nivo koji su dosegle zemlje koje su paradigma privredne i ekonomske razvijenosti.“²⁸

Posmatrajući isti problem, Stiglic u svom stilu upozorava: „...da ekonomisti samo pozivaju na oprez jer finansijska integracija nosi ogromne rizike koji daleko prevazilaze potencijalne koristi za većinu zemalja sa srednjim nivoom dohotka. Ova razmišljanja se osvrću na dosadašnji razvoj (80-ih, a posebno 90-ih godina 20. veka), i na problem finansij-

²⁶ Opus citatum.

²⁷ *Tanjug*, *Beta*, utorak, 12. novembar 2010. godine.

²⁸ Summers, H. L. [2000], „International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures,“ *American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, pp. 1–6.

skih kriza s kojima se sretao veliki broj zemalja sa područja Afrike, Azije i Latinske Amerike, gde su posledice bile često katastrofalne.²⁹ Prema tome ne može se negirati da je i u prvoj deceniji 21. veka finansijska globalizacija nastavila da bude zanimljiv ekonomski prostor u kome arhitekta globalne politike (ekonomisti, istraživači i zvaničnici), traže najbolji modus za zemlje u razvoju i za njihov iskorak u progres.

4. DRUGI ASPEKTI POSMATRANJA GLOBALIZACIJE

Postavlja se opravdano pitanje, da li je i posle ovih dešavanja globalizaciju moguće definisati i koliko je zaista velika potreba za njenim definisanjem? Koliko god je nezahvalno bilo šta prognozirati, još je čini se nezahvalnije definisati globalizaciju i njene procese. Međutim, izostanak njene decidne definicije ne suspenduje razmišljanja ekonomista ili pravnika, da je ona na kraju 20. i na početku 21. veka, markantan fenomen tržišne ekonomije. Shvatanje tržišne eko-

nomije je grosso modo priznanje da je savremeni svet ustvari, svet globalizacije, privrede, politike i prava: „...i zato pojam globalizacije zbog njene višedimenzionalnosti, slojevitosti, složenosti i protivrečenosti, nije moguće izraziti na sveobuhvatan način, nekom opštom definicijom...ona ima svoje lice i naličje i u svetskim razmerama za mnoge pojedince, određene društvene grupe, narode, države i njihove vlade, znači veću ekonomsku nestabilnost i socijalnu ranjivost“.³⁰ Ekonomisti okupirani fenomenom globalizacije insistiraju na strpljenju i ističu da treba sačekati rezultate novih pokušaja koji će (oni u to veruju), odrediti njenu opštu, specifičnu, konkretnu ili neku prihvatljivu formulaciju.

S obzirom da se pored ekonomista ovim novim poretком aktivno bave i predstavnici drugih naučnih disciplina i da mnogi nisu u stanju da pravilno razumeju njene procese, ciljeve i efekte, lord J. M. Kejns je (plašeći se konačnog ishoda) svojevremeno, javno izneo svoje mišljenje: „...da mnogi od njih nisu do-

²⁹ Stiglitz, J. [2004], „Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF,“ *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, No. 1, pp. 57–71.

³⁰ Pušara, K. [2004], *Međunarodne finansije*, Univerzitet „Braća Karić“, Fakultet za trgovinu i bankarstvo, Beograd, str. 190.

voljno ubedljivi i da njihova neubedljivost može da naškodi kako ekonomiji tako i nauci uopšte.“³¹ Naročito je bio oprezan u odnosu na tradicionalne ekonomiste za koje je govorio da nedovoljno ozbiljno pristupaju problemima manje razvijenih regija, da nemaju sluha za njihova prirodna bogatstva i da nemaju ideja kako da takva bogatstva efektivno iskoriste i kontrolišu. Mnogima je zamerio da nisu shvatili poruku mislilaca iz prošlosti, i upozoravali ih da ne treba rešavati ono što je već poznato, da već izučeno ne treba ponovo izučavati i da ne treba sticati iskustva na onome kroz šta su drugi ranije prošli. Da bi istakao snagu ekonomske misli za koju se iskreno plašio lord J. M. Kejns kaže: „...da su ideje ekonomista i političkih filozofa i kada su u pravu i kada nisu, uticajnije nego što se misli. Svet se stvarno, skoro jedino po njima upravlja. Praktični ljudi, koji uobražavaju da su potpuno po strani od ikakvih ekonomsko-intelektualnih uticaja robovi su nekog pokojnog eko-

nomiste.“³² Na sreću, takav autoritet kao što je lord J. M. Kejns, ne samo da je u svom strahu od propadanja ekonomske misli grdno pogrešio, već je širom otvorio vrata i predvideo novu budućnost ekonomskoj misli i ekonomistima. Zbog ovoga i zbog drugih zasluga pravi ekonomisti treba da prestanu da pamte i citiraju lorda J. M. Kejnsa, ekonomistu s reputacijom titana, samo po tome što je do temelja sravnio višedecenijsku vladavinu Sejovog zakona, u koji je ekonomska nauka verovala kao u sveto pismo (svako ko nije prihvatao njegovu tezu da proizvodnja sama sebi stvara dovoljnu potražnju, nije bio pravi ekonomista već otpadnik i šarlatan...).³³

Neslaganje sa Vinstonom Čerčilom, bez dileme najkontroverznijom političkom figurom 20. veka, koji se takođe snažno, ali na drugi način zalagao za sprovođenje globalizacije, predstavlja svetlu tačku u njegovom životu. Naime, on nikada nije sporio da je Čerčil inicirao mnoge zemlje Evrope da

³¹ Jakšić, M., Pejić, L. [1995], *Doktrine velikih ekonomista*, Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 131.

³² Kejns, J. M. [1956], *Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca*, Prosveta, Beograd, str. 404.

³³ Đokanović, T. [2003], *Međunarodni ekonomski odnosi*, ECPD-Evropski centar za mir i razvoj, Univerzitet za mir Ujedinjenih nacija, Beograd, str. 18.

uspostave blisku saradnju i na taj način doprinesu ekonomskom prosperitetu, bržem privrednom razvoju, obnovi svega što je stradalo tokom rata i da ponovo stvore blagostanje za svoje stanovništvo. Međutim, nepotrebno je manipulirati činjenicama da se nije slagao sa stavom nekog ko je prvi put u istoriji javno izneo zvaničan stav o osnivanju zajednice evropskih država, odnosno zajednice Sjedinjenih evropskih država (United States of Europe) po ugledu na Sjedinjene Američke Države. Poznato je da je Čerčilova ideja naišla na

odobranje i vrlo brzo je našla svoje pristalice tako da je već 9. maja 1950. godine u Hagu (Holandija) konstituisan Savet Evrope koji je počeo sa konkretnom realizacijom najavljene ideje. Ali, takođe je poznato da je lord J. M. Kejns iste godine preminuo. U svom govoru za koji ga je inspirisao Žan Mone, Robert Šuman je izneo predlog: „...da Francuska i Nemačka i koja god zemlja reši da im se pridruži, ujedine svoje resurse čelika i uglja.“³⁴. Bez namere da se izokrene red istorijskih činjenica ili da se umanju doprinos pomenutih autori-

³⁴ Njenoj realizaciji najviše su doprineli članovi francuske vlade Robert Šuman ministar spoljnih poslova, Žan Mone ministar planiranja i italijanski federalista Altiero Spinel koji su javnosti predstavljanjem deklaracije o osnivanju današnje Evropske unije. U Parizu je 18. aprila 1951. godine potpisan Ugovor o Evropskoj zajednici za uglj i čelik „*Pariški ugovor*“ (Belgija, Francuska, Italija, Luksemburg, Holandija i Nemačka), da bi 27. marta 1957. godine u Rimu bio potpisan poznati „*Rimski ugovor*“ kojim su obrazovane dve nove ekonomske integracije, Evropska ekonomska zajednica (*EEZ*) i Evropska zajednica za atomsku energiju (*EUROATOM*). Nakon toga 1. jula 1961. godine šest zemalja Evrope (Francuska, Italija, SR Nemačka, Belgija, Holandija i Luksemburg) spojile su u jednu, tri navedene integracije i tako obrazovale Evropsku zajednicu. Na osnovu odluke Evropskog saveta koja je doneta na samitu održanom u Mاستrihtu 9-10 septembra 1991. godine, potpisan je u Mاستrihtu (Danska) 7. februara 1992. godine, Ugovor o Evropskoj uniji čija je primena počela 1. novembra 1993. godine. Evropska zajednica dobija novo ime - Evropska unija (*fr. Union européenne-EU*). Potpisivanje ovog ugovora omogućilo je bivšoj Ekonomskoj zajednici (EZ), da se proširi tako što su joj dodati ciljevi i što joj je data snaga da preraste u Evropsku uniju. Malo zatim (tačnije 1985. godine) na samitu evropskih zemalja održanom takođe u Rimu (Italija), donešena formalna odluka da se 9. maj zvanično proglasi za Dan Evrope. (*Videti: Istorijat Evropske unije*).

teta za koje se vezuje osnivanje Evropske zajednice a potom Evropske unije, neophodno je zbog zaista grandioznih dometa globalizacionih procesa (ali i misterije pod kojom se u najvećoj meri oni planiraju), pomenuti vrlo važnu Bilderberg grupu ili organizaciju.³⁵ Na prvi pogled, to je tajna, neformalna organizacija ili grupa političara, predstavnika vojnoindustrijskog sektora, finansijera, bankara, magnata, poslovnih ljudi, predstavnika medija i drugih zanimljivih ličnosti. Mnogi ih porede sa slobodnim zidarima, ali nisu u pravu iako na neki način podsećaju na njih. Glavni „igrači“ su Dejvid Rockefeller i Henri Kisindžer, laureat Nobela, 1973. godine, (podelio je s ministrom Vijetnama Le Duk Tomom zbog potpisivanja sporazuma o okončanju zlikovačkog rata koji su Sjedinjene Američke Države neznajući zašto vodile u Vijetnamu). Formalno sedište grupe je u Hagu. Danas je poznato da je čine svetski vodeći ljudi, na primer, članovi Britanske kraljevske porodice, čelnici Međunarodnog monetarnog fonda (IMF), Centralne banke Sjedinjenih Američkih Država, Centralne banke Evrope i ključni ljudi vodećih kompanija.

Prema ideji grupe, svet bi predstavljao prostor u kome bi bili sufinansirani svi varijeteti (nema nacije, svi su jedna religija, jedna crkva, jedan region, jedna država sa svojim ustavom i jedinstvenom monetom), odnosno zastupljena apsolutna jednakost. Donedavno literatura nije raspolagala s podacima koji ovu grupu dovode u vezu sa formiranjem Evropske zajednice, ali se danas pouzdano zna da je u stvari to bio njen primarni cilj. To je potvrdio Džordž Menti, nekadašnji američki ambasador u Zapadnoj Nemačkoj, koji je otvoreno govorio da je Rimski ugovor čijim je potpisivanjem 1957. godine, stvoreno zajedničko tržište u Evropi, kreiran upravo na skupu Bilderberške organizacije. Pored toga, probrani lideri su takođe zaključili da im je udruživanje jedina šansa da se suprotstave snaženju tadašnjeg Saveza Sovjetskih Socijalističkih Republika (SSSR) i njegovom okruženju (države-članice Varšavskog pakta). Posle mnogo godina na sastanku Bilderberške grupe koji je održan u Sjedinjenim Američkim Državama, glavna tema bili su američki predsednički izbori. Isforsirani kandidat i džoker Bil-

³⁵ <http://www.antimaterija.com/teorije-zavjere/bilderberg-grupa-new-world-order/>

derberške grupe bio je Barak Obama, čiju je nominaciju finansijski podržavao Stalni komitet grupe, uz svesrdnu donaciju multimilijardera Džordža Soroša. Barak Obama je dobio izbore, ali je 2009. godine, dobio i Nobelovu nagradu.

5. SAVREMENI POGLEDI NA GLOBALIZACIJU I ANTIGLOBALIZACIJA

Iako veliki broj ekonomista i drugih naučnika smatra da će (bez obzira na odnose između Sjedinjenih Američkih Država, Evropske unije i grupe BRIK), Međunarodni monetarni fond (IMF) zadugo vladati svetskom finansijskom scenom i da će uspešno sprovesti koncepciju neoliberalnog globalizacije, ima i onih koji se sa ovim mišljenjem ne slažu i energično ga odbacuju. Primera radi Edvard Preskot, dobitnik Nobela za ekonomiju (2004) iznosi svoju tvrdnju da Međunarodni monetarni fond (IMF) i Svetska banka (World Bank) trenutno imaju samo jedan cilj, da omoguće što većem broju država da se zadužuje ili kod njih ili kod finansijskih institucija koje su pod njihovom neposrednom kontrolom.³⁶

Međunarodni monetarni fond (IMF) i Svetska banka (World Bank) ne prestaju da izigravaju terapeute koji konstantno izmišljaju finansijsku terapiju kako za nerazvijene zemlje tako i za zemlje u razvoju. Poznata „šok terapija“ koja je stvarno više „šok“ nego blagotvorni lek podrazumeva neodložnu ili hitnu liberalizaciju, pre svega finansijskih a potom i robnih tržišta. Šta je hitna liberalizacija u okviru globalizacije i kuda ona vodi? Eminentni ekonomisti bi rekli da je u pitanju legalno ili formalno prihvatanje procesa globalizacije koja suspenduje zaštitne carine, socijalno osiguranje, stabilan monetarno-bankarski sistem i zakonsku regulativu koja je najbolja logistika finansijskog sektora svake zemlje. Da se „saveti“ Međunarodnog monetarnog fonda (IMF) mogu pokazati kao brutalan oblik zavođenja jedne ne baš loše ekonomije pokazao je primer Meksika koji je 1985. godine doživeo najdublju recesiju u svojoj istoriji. Što se javnost više snabdeva ovakvim informacijama, tim više narasta antiglobalizacijsko nepoverenje i što je posebno zanimljivo, inicirano je postupcima onih koji su do juče bili njeni glavni protagonosti. Jozef Stiglic, ta-

³⁶ Lasić, M. Moderna vremena, *Vikipedija*, 23/08/2008. Posećeno: Maj, 8. 20011. 19:23.

kođe dobitnik Nobela za ekonomiju (2001), nekada glavni ekonomista Svetske banke (World Bank) i predsednik Veća ekonomskih savetnika američkog predsednika Bila Klintonna, neposredno po silasku s tih funkcija, javno je progovorio o prljavim poslovima koji se obavljaju u institucijama poput Međunarodnog monetarnog fonda (IMF) i Svetske banke.

To je način da se inostranim korporacijama omogući kupovina strateški važnih resursa poput finansijskih institucija, telekomunikacionih sistema, naftnih kompanija, energetskih pogona, sistema za vodosnabdevanje i drugih nosilaca vitalnih javnih delatnosti. Najbolji primer da globalizacija ne bira vreme ni prostor su upravo Sjedinjene Američke Države. Budući da je Međunarodni monetarni fond (IMF) preuzeo upravljanje nad Velikim jezerima, on je de facto preuzeo i sve ingerencije u vezi s vodosnabdevanjem. Još jedno aktuelno pitanje traži odgovor, zašto je globalizacija i kome trn u oku, ili jednostavnije, zašto se svet sve više okreće protiv nje i njenih procesa? Ko su antiglobalisti i šta ih je navelo na novi obrazac ponašanja?

Za „antiglobaliste“ Međunarodni monetarni fond (IMF) bio je i ostao neprijatelj broj jedan. Izvršio je toli-

ko negativnih uticaja na ekonomije mnogih mahom nedovoljno razvijenih zemalja da ga je opravdano takvim smatrati. Tako misli pomenuti Jozef Stiglic novi „logo“ antiglobalizacijskog pokreta kome se najviše veruje da može pomoći u nalaženju adekvatne strategije. Pitajmo se, šta li je dojučerašnjeg tipičnog predstavnika globalista toliko naljutilo da je promenio boje i prešao u suprotni tabor. Stiglic kao ex stručnjak Svetske banke potpuno drugačije doživljava ponašanje čelnika Međunarodnog monetarnog fonda. Iako su njegovi stavovi kritički, vrlo su umereni čak uravnoteženi, što karakteriše objektivnost analitičkog postupka. Zamerao je liderima, posebno nerazvijenih država, što kada dobiju makar koliku sumu novca (on ga satirično naziva „poklonjeni novac“), često nisu u stanju da upravljaju njime i nikada ga ne upotrebe za prioritetne namene. Pogrešno je misliti da se Jozef Stiglic odrekao globalizacije, a naročito globalnog tržišta. To pre svega nije moguće jer je globano tržište potrebno koliko bogatim toliko i siromašnim, koliko globalistima toliko i antiglobalistima. Neće se on lako odreći svoje ideje (globalno tržište) za koju se zalagao celog života. Zbog toga kaže da: „...za aktuelnu svetsku nevolju nije kriva ideja „globalnog

tržišta“ nego način njenog provođenja...ne čini globalizacija ljude siromašnijim, nego „boljševička strategija“ onih koji upravljaju procesom globalizacije.“³⁷ Pre napuštanja akademskog sveta Jozef Stiglic je poklanjao veliku pažnju slobodnom tržištu a otvaranje granica za slobodno trgovanje nazvao je novim opijumskim ratovima. U političke vode je ušao kako kaže: „...u cilju rešavanja ekonomskih problema u Sjedinjenim Američkim Državama i rešavanja problema siromašnih u svetu.“³⁸

Zanimljivo je kako o globalizaciji razmišlja dugogodišnji savetnik globalnih poslovnih organizacija, japanski stručnjak za međunarodnu poslovnu saradnju Keniči Ohmae. On smatra da dinamiku globalizacije karakterišu najpre investicije, a zatim industrijska proizvodnja i informaciona tehnologija kao poslednji izum savremenog čoveka. „Ne treba, kaže Ohmae, ni po koju cenu dozvoliti da investicije budu geografski zaokružene kao svojstvena aktivnost jedne ili najviše dve zemlje jer su one poput vode, gde god

pronađu prolaz treba ih pustiti da tamo dođu“.³⁹ On takođe smatra da je za globalizaciju kao novi svetski poredak državni intervencionizam apsolutno nepotreban. Polazeći sa aspekta slobodnog protoka robe, usluga, kapitala i humanog kapitala u svim oblicima, smatra da bi uplitanje države samo gušilo teško otvorene kanale. Njegov pristup se sastoji u želji da dodatno motiviše i pripremi buduće učesnike za nastupe u integracionim procesima, da ih poduči kako da odgovore izazovima i da razmišljaju o njihovim prednostima, mogućnostima i posledicama. Menadžeri multinacionalnih kompanija treba pre svih da shvate, da poslovne komunikacije koje predstavljaju kategoriju bliskosti alavo proždiru teritorijalne barijere i nameću stratejske koncepcije za ostvarivanje internacionalnih procesa.

Ohmae vrlo elegantno pravi razliku u snazi delovanja globalizacionih procesa. To je pokazao na primeru u kome američku privredu doživljava kao zebru. „Privredni rast kaže Ohmae, nije 4-6 % na ce-

³⁷ Stiglitz, J. Globaliyation and its Discontents, *Journal of Libertarian Studies*, Volume 18, no. 1 (Winter 2004), pp. 89-98.

³⁸ Opus citatum.

³⁹ Ohmae, K. [1985], *Moć Trijade: Oblik globalne konkurencije*, New York: Free Press, 2 (4) 409-410.

loj teritoriji Sjedinjenih Američkih Država...neke regije, rastu i do 20 %, na primer, Denver, Ostin, Sijetl ili Silicijska dolina, dok druga područja beleže pad privrednog razvoja. Dakle, bliži pogled na zebrine pruge otkriva da je stopa rasta od četiti do šest % prosečan službeni rezultat...Začudo, tendenciju da rastu imaju planinska područja - daleko od zagušenja i urbanih gradskih područja. Ljudi tragaju za boljim i kvalitetnijim životnim uslovima. Tehnološka rešenja pružaju alternative za život van Njujorka, Los Anđelesa ili Čikaga. Dakle, ako zebrine pruge predstavljaju privredni porast - onda svetlije pruge predstavljaju industriju osposobljenu za preživljavanje u sledećih 10 do 15 godina.⁴⁰ Sa Ohmaeom se slažu mnogi američki teoretičari. Ne žele da negiraju različite zone razvijeno-sti ali imaju cilj da negiraju tradicionalna mišljenja, da je ekonomska ali i politička istorija Sjedinjenih

Američkih Država zasnovana na težnjama da postane imperija u pravom smislu te reči. Zbog čega na primer Nekson i Rajt žučno protestuju, „...mi nismo nikakvi imperijalisti i to nikada nismo bili.⁴¹ U daljoj negaciji imperijalističkih name-ra Sjedinjenih Američkih Država politički teoretičar Majkl Valcer je umereniji i pokušava da nađe pravu reč kojom bi opisao globalizacione procese u Sjedinjenim američkim državama. On tvrdi da je hegemonija prihvatljiviji termin od imperije naročito kada neko želi da opiše njihovu ulogu i odnose s drugim državama koje su zahvaćene globalizacionim procesima.⁴²

6. GLOBALIZACIJA I NJEN UTICAJ NA POLOŽAJ RADNIKA

Nisu ekonomisti i pravnici jedini koji pokušavaju da objasne savremene procese kroz koje regionalne i

⁴⁰ [http://www.google.rs/#hl=sr&pq=keniči ohmae problem globalnog&xhr=t&q=keniči ohmae Triad Power&cp=24&pf=p&sclient=psy&source=hp&aq=](http://www.google.rs/#hl=sr&pq=keniči%20ohmae%20problem%20globalnog&xhr=t&q=keniči%20ohmae%20Triad%20Power&cp=24&pf=p&sclient=psy&source=hp&aq=) Posećeno: April, 30. 2011. 13:13.

⁴¹ Nexon, D., and Wright, T. [2007], „What’s at Stake in the American Empire Debate“, *American Political Science Review*, Vol. 101, No. 2 (May, 2007), pp. 266-267.

⁴² Walzer, M. „Is There an American Empire?“. www.freeindiamedia.com. Archived from the original on 2006-10-21. [http://web.archive.org/web/20061021013321/ http://www.freeindiamedia.com/america/5_jan_04_america2.htm](http://web.archive.org/web/20061021013321/http://www.freeindiamedia.com/america/5_jan_04_america2.htm). Posećeno: April 11. 2011. 18:34

državne ekonomije, društva i kulture postaju integrisani delovi globalne mreže tkane od političkih ideja, komunikacija, transporta i trgovine. Ako bi samo oni bili pozvani da to urade, onda bi „globalna globalizacija“ imala isključivo ekonomsku dimenziju. Srećna je okolnost da je globalizacija predmet izučavanja i drugih analitičara i u skladu sa njihovim zanimanjem za njene procese priznata je kao složena kombinacija tehnoloških, društvenih, pravnih, kulturnih, političkih i bioloških faktora. Njihovo kombinovanje svakako omogućava razlikovanje uslova pod kojima se procesi globalizacije sprovode u različitim delovima sveta na primer, u Sjedinjenim Američkim Državama, Aziji ili u Evropskoj uniji.⁴³ S obzirom da razlike postoje, treba ih objasniti na suptilan način. Primera radi, položaj zaposlenih radnika u američkim, evropskim i azijskim kompanijama pruža najbolje informacije o uticaju globalizacije na ukupne uslove u kojima oni rade i zarađuju. Zaposleni u američkim kompanijama naročito poslednjih godina, žive u

stalnom strahu kako će globalizacija uticati na položaj njihovih kompanija i šta će biti s njihovim radnim mestima. Veoma su osetljivi na osavremenjavanje proizvodnih procesa, uključivanje inovativnih rešenja i na nove oblike automatizacije. Naročito su nezadovoljni padom nadnica koji je posledica povećane konkurencije generisane jeftinom radnom snagom koja iz svih krajeva sveta, na legalan ili ilegalan način pristiže u Sjedinjene Američke Države. Isti problemi muče zaposlene i u kompanijama širom Evrope. I oni su u stalnom strahu da će jednog dana popuniti redove nezaposlenih. Međutim, mobilnost radnika je mnogo veća u državama Evrope bez obzira što nepoznavanje jezika ili kvalifikacija mogu biti određena barijera. Evropskim radnicima najmanje smeta činjenica da su ostvareni prihodi radnika u Sjedinjenim Američkim Državama mnogo veći od prihoda koje oni ostvaruju u kompanijama širom Evropske unije. Ne treba smetnuti sa uma da su veoma mali izgledi da bi evropski radnici pristali na smanjenje plata ili na gubitak drugih prednosti koje uživaju na radu u svojim kompanijama, što je slučaj sa američkim radnicima. Zašto? Zato što su evropski radnici mobilniji i uvek

⁴³ Croucher, L. S. [2004], *Globalization and Belonging: The Politics of Identity in a Changing World*, Rowman & Littlefield, pp. 10.

imaju alternativu ma kako ona izgledala. Šire gledano (uzimajući pomenutu alternativu u obzir), postoji vrlo bitna razlika u tradicionalnom poimanju svega što se vezuje za život, a onda i za zaposlenje između američkog i evropskog radnika. Američki radnik nikada ne razmišlja da napusti svoju zemlju i da ode nekud za poslom, dok bi ogroman broj zaposlenih i čak dobro plaćenih radnika u evropskim kompanijama, obručke prihvatio odlazak u neku od kompanija iz Sjedinjenih Američkih Država. Na podatak da je tržište rada stabilnije u Evropskoj uniji nego što je to slučaj u Sjedinjenim Američkim Državama, niko ne bi obraćao pažnju. Socijalni status radnika u Evropi je mnogo povoljniji (zdravstvena i socijalna zaštita, fiducijalne aktivnosti i sl.) nego što je slučaj sa američkim radnicima. Međutim, i američko društvo se na tom planu popravlja što je adekvatnim primenom dokazao predsednik Barak Obama kada je američki Kongres⁴⁴

tesnom većinom glasova (219:212) izglasao novi zakon o obaveznom zdravstvenom osiguranju za skoro 32 miliona američkih građana. Ovaj potez se smatra epohalnim i vrlo riskantnim globalizacionim procesom s obzirom da to pre Baraka Obame nije pošlo za rukom ni jednom američkom predesniku, budući da su isto pokušali Ričard Nikson i Bil Klinton.

Danas zemlje u razvoju sve više razvijaju atipičan-neformalan oblik borbe protiv nezaposlenosti koji je stran razvijenim zemljama Evrope i sveta. Krajem 2008. godine Kina je donela Zakon o zaradama koji ne dozvoljava njihov rast, s tim što su unapređene aktivnosti koje osavremenjavaju radne i životne uslove zaposlenih. Tako se, ističe Rajmond Tores kineska ekonomija većim prebacivanjem prioriteta oslobodila pritisaka i/ili eventualnih zahteva za povećanje zarada⁴⁵ i opredelila za hvatanje priključka za većim privrednim rastom i povećanjem stope zaposlenosti. Kineski analitičari smatraju da

⁴⁴ Totić, I. [2010], „Ekonomske reforme u zdravstvenom sistemu“, *Zdravstvena zaštita*, časopis za socijalnu medicinu, javno zdravlje, zdravstveno osiguranje, ekonomiku i menadžment u zdravstvu, komora zdravstvenih ustanova Srbije, Beograd, br. 4, str. 10.

⁴⁵ Tores, R. [2010], „Incomplete crisis responses: Socio-economic costs and policy implications“, *International Labour Review*, International Labour Organization. Vol. 149 (2010), No. 2, pp. 235.

povećanje zarada nije problem, međutim, povećanje od samo 4 % tako bi napalo bruto društveni proizvod (BDP), da bi u paramparčad raznelo kineski ideal o velikoj ekonomskoj sili. Budući da je u Kini doneta odluka o dodatnim izdvajanjima za zdravstveno osiguranja, očekuje se da će se javna potrošnja u bruto društvenom proizvodu povećati između 0,2 i 1,1 %. U Indiji je nedavno usvojen (bolje je reći proširen) program zapošljavanja koji pruža garancije i koji treba da pokaže, da se privreda jedne zemlje može unapređivati i u vremenu kada velike svetske ekonomije ne mogu da dosegnu planirane kote rasta bruto društvenog proizvoda.⁴⁶ Baveći se tim pitanjima Blanchard, Milesi-Ferretti i Gian, podvlače: „...da je za zemlje u razvoju efektnije da svoj ekonomski rast preduprede oslanjanjem na domaću tražnju i da politiku sopstvenog razvoja usmere na izvozno-orijentisani model i...da bi jačanje socijalne zaštite moglo da odigra ključnu ulogu kroz smanjenje viška štednje, preko povećanja domaće tražnje i saniranje globalne neravnoteže.“⁴⁷

7. GLOBALIZACIJA NIJE MIT

Kada su mnoge stvari realno poznate ostaje nejasno, zašto globalizacija nema neku precizniju ili konačnu definiciju? Teorija vidi razlog u tome što ona nije samo pojam, već je i kompleksan ali nedovoljno istražen fenomen. Po mnogima ona nije niti može biti događaj, zato što je prvenstveno obuhvatan skup kontinuiranih procesa. Globalizacija nije ni određena naučna oblast. Ona je skup aktivnosti koje se međusobno prožimaju i koje mnoge naučne discipline pokušavaju da objasne. Ne pripada ni jednoj od njih posebno, ni ekonomiji ni pravu, ni filozofiji ni kulturi. Ona je univerzum u kome svi istraživači polažu jednaka prava na istraživanja i imaju zajednički cilj, da precizno procene i izmere efekte njenog delovanja. Istraživanja su moguća pod istim uslovima za sve koji su zainteresovani za rezultate ekonomskih, pravnih, zdravstvenih, kulturnih, vojnih, diplomatskih ili pedagoških aktivnosti.

Iznoseći svoj stav o tome Immanuel Volderstein (Immanuel Walerstein) kaže: „...da je diskurs

⁴⁶ Totić, I. [2011], „Položaj države između dva suprotstavljena sektora“, *Analiza Ekonomskog fakulteta*, Subotica, str. 18-33.

⁴⁷ Blanchard, O., Milesi-Ferretti, Gian M. „Global imbalances: In midstream?“ *IMF Staff Position Note*, No. 2009/29. Washington, DC.

(globalizacije) u stvari ogromno nerazumevanje savremene realnosti, obmana koja nam je nametnuta od strane moćnih grupa. Diskurs globalizacije vodi ignorisanju stvarnih pitanja i pogrešnom razumevanju stvarne krize u kojoj se svet nalazi.“⁴⁸ Za njega i njegove sledbenike, a takođe i „skeptike“, globalizacija i internacionalizacija predstavljaju isti pojam i između njih stoji znak jednakosti jer su se događale i ranije, naročito krajem 19. i početkom 20. veka. „Svakog dana, nastavlja Volerstein, čitam zapise još jednog ekonomiste, novinara ili vladinog službenika, koji razmišlja kako da se najbolje postigne ekonomski oporavak u ovoj ili onoj zemlji. A skoro svi ovi učeni ljudi kao da dolaze iz zemlje fantazija...izgleda da stvarno veruju da će njihovi lekovi delovati u relativno kratkom roku...svet je tek na početku depresije koja će potrajati dugo i koja će biti mnogo gora nego što je sada. Neposredan problem vlada nije kako pro-

blem lečiti već kako preživeti rastući bes naroda sa kojim će se svi, bez izuzetka, suočiti.“⁴⁹ Poznato je da je javna potrošnja mnogo veća u Evropskoj uniji nego u Sjedinjenim Američkim Državama ili Japanu. Ona je paradigma globalizacije, međutim, ne može da ugrozi neverovatno jak osećaj individualizma kod američkih ili japanskih građana. Posmatrajući javnu potrošnju u Sjedinjenim Američkim Državama i Evropskoj uniji Robert Mandel sa Univerziteta Kolumbija je naročito isticao važnost mobilnosti radne snage, dok je Piter Kenen naglašavao neophodnost fiskalne integracije.⁵⁰ Međutim, debata ovog tipa u odnosu na primer, na Japan ima sasvim drugačiji smisao. Takenaka Heizo i Chida Riokichi tvrde: „...da postoji percepcija da je japanska ekonomija „mala i slaba“ (što izgleda potpuno ironično za zemlju koja čini četvrtinu ukupne svetske proizvodnje)...da je Japan siromašan sirovinama i da mora da pro-

⁴⁸ Upchurrch, M. [2003], *Menadžment ljudskih resursa*, ECPD - Evropski centar za mir i razvoj, Beograd, str. 146.

⁴⁹ Volerstein, I. *Politika ekonomske propasti*, El Mundo Sefarad, prevela Borka Đurić, <http://elmundosefarad.wikidot.com/manuel-volerstein-politika-ekonomske-propasti>, Posećeno: April, 29. 2011. 23:23.

⁵⁰ Krugman, P. <http://www.standard.rs/vesti/37-ekonomija/6381-pol-krugman-krah-evra-doveše-u-pitanje-jedinstvo-evrope-.html>. Posećeno: April, 30. 2011. 17:48.

moviše jak izvoz nasuprot njihovog uvoza. Ova anksioznost doprinela je da termini internacionalizacija i globalizacija postanu deo svakodnevnog jezika u Japanu.⁵¹

U Japanu se slažu da internacionalizacija i globalizacija ne mogu biti izbegnute, ali zato se mora izbeći zavisnost od resursa, a da je to moguće pokazuje poljoprivredni sektor. Globalizacija za Japan ima prilično brz tok s obzirom na samodovoljnost, ali je on ipak sporiji od onog o kome se govori u Francuskoj, Španiji, Južnoj Koreji ili Nemačkoj. Dakle, globalizacija je iznedrila mnoge pravce ali i nelogičnosti što nije ostalo neprimećeno. Po tom pitanju oglasio se antropolog Dejvid Harvi koji kaže: „...da je nastao novi tip imperijalizma kao i nejednak nivo razvoja...da su nastala tri nova globalna ekonomska i politička bloka: Sjedinjene Američke Države, Evropska unija i zemlje Istoka, odnosno Azije koncentrisane oko Indije, Kine i Japana i da među njima postoje tenzije oko resursa i ekonomske moći.“⁵² Kao rafiniran pri-

mer naveo je američku invaziju na Irak 2003. godine, izvedenu radi preuzimanja kontrole nad naftom i sprečavanju svojih tržišnih suparnika u tome. Harvi upozorava da postoji velika mogućnost da zbog suprotstavljenih ekonomskih interesa dođe do sukoba unutar pomenutih blokova, najpre između kapitalista a zatim i političara.

8. GLOBALIZACIJA I NOVE INTEGRACIJE

Integracioni procesi sa razlogom plene pažnju jer su se nametnuli kao imperativ mnogim zemljama i regionalnim jedinicama, od slabo razvijenih pa do onih za koje se može reći da su na visokom stepenu privrednog razvoja. Oni su demonstracija nastojanja da se svetska izdvojena privreda integriše u potpunu, kompaktnu i prepoznatljivu celinu. Cilj je da se u integracione procese uključe i neintegrisane zemlje koje poseduju komparativne prednosti i koje mogu presudno uticati na postizanje bržeg privrednog razvoja i

⁵¹ Takenaka, H. and Chida, R. [1998], „Japan,“ Domestic Adjustments to Globalization“; (ed, Charles E. Morrison and Hadi Soesastro), Tokyo: Japan center for International Exchange, pp. 76-102.

⁵² Harvey, D. [2005], *The new imperialism*. Oxford University Press, pp. 101. <http://books.google.com/books?id=N3VZWhA-OhoC>.

ostvarivanje višestrukih, globalnih ciljeva. Bitan razlog zbog kojeg se 1980. godina uzima kao „kamen međaš“ u savremenom privrednom razvoju je početak afirmacije grupe zemalja u razvoju pri čemu vodeću ulogu imaju Kina, Indija, Brazil, a krajem devedesetih godina se priključuje i Rusija. Mnogo eksperti ali i političari misle i pišu o tome, da po nizu obeležja Rusija ne bi mogla da se tretira kao nerazvijena zemlja. Međutim, rezultati dosadašnjih istraživanja pokazuju drugačije lice. Budući da istraživanje može biti tretirano kao lični stav, to ne znači da su eventualne greške namerno načinjene i da se tretiraju kao drastičan promašaj da bi se nekom naškodilo. Promašaje obično potvrđuju ili demantuju relevantne institucije pružanjem proverenih informacija. U izveštaju Svetske banke stoji da je ekonomska mapa Rusije prema mnogim parametrima ispod zadovoljavajućeg nivoa, iako mnogi i pored toga misle da je i takav nivo vredan stručne pažnje. Rusija više nego mnoge druge zemlje nema načina da izbegne siromaštvo. Ona uopšte nema načina da prestane da bude lansirna rampa matičnog kapitala u zemlje Zapadne Evrope i američkog kontinenta. Ona je prostor sa kojeg ogroman kapital liferu-

ju milijardama USA \$ „teški“ ruski tajkuni. A na drugoj strani skoro petina njenog stanovništva (oko 30 miliona) živi bez tekuće vode, a preko 60 miliona ljudi nema adekvatan pristup zdravstvenoj zaštiti.⁵³ Pitanje je, može li se ovakva Rusija ubrajati u razvijene zemlje i može li biti konkurentna članica grupe BRIK?⁵⁴ Može li to biti zemlja u kojoj preko 8 % stanovništva ne doseže zadovoljavajući nivo lične potrošnje? Praktično rečeno, Rusija je u dubokom time-lage odakle se ne vidi put koji vodi u grupu razvijenih zemalja sveta.

Podesetimo se, nerealni analitičari svojim mišljenjima unose

⁵³ Totić, I. [2011], „Ekonomsko-socijalna dimenzija siromaštva i nezaposlenosti“, *Socijalna misao*, Beograd, br. 1-2, str. 109-125

⁵⁴ Smatra se da je Džim O'Nil, vodeći ekonomista firme *Goldman Saks*, prvi upotrebio akronim BRIK, odnosno, definisao novu grupu zemalja koje bi trebalo da uđu u ekonomsku prvu ligu (posle azijskih tigrova, koji su prema pisanju *Ekonomista* 18. 9. 2008. godine, „prestali sa rikom posle finansijske krize 1997-98“). (Videti: Adamović, S. [2008], *Ekonomska globalizacija i kriza*, Univerzitet u Beogradu, Fakultet političkih nauka, Godišnjak, 2008, str. 355-366).

najveću pometnju u razumevanju globalizacije. Možda je lord J. M. Kejns svojevremeno mislio na njih kada je rekao da su potomci nekog pokojnog ekonomiste. Nerealan pristup nikada neće biti dobar način da se afirmiše kompletna grupa BRIK iako poput nekadašnjih „azijskih tigrova“ niže uspeh za uspehom na planetarnom nivou. Osim toga, iluzija je očekivati da će se u skorijoj svetskoj ekonomskoj istoriji pojaviti grupa zemalja koja bi poput BRIK-a mogla tako snažno da utisne pečat privrednom razvoju i da postane lokomotiva koja celokupnu svetsku privredu snažno vuče napred. U toku 2005. godine, ova grupa zemalja je proizvodila preko polovine svetskog bruto domaćeg proizvoda računato po principu pariteta kupovne moći. Njeno osnivanje je poruka svima koji su spremni da prihvate činjenicu, da razvijene zemlje više ne dominiraju svetskom ekonomijom, ali to ne znači da su postale nerazvijene ili da su izgubile svoje komandne i strategijske prednosti. Međutim, činjenica je da su tokom 2005. godine prvi put prepustile vodeću ulogu zemljama u usponu (engl. emerging countries).

Drugi značajan doprinos probuđenih divova i grupe zemalja u

usponu je u činjenici da su postale značajna pokretačka snaga svetskog privrednog rasta i da, zahvaljujući svojim grupnim ekonomskim parametrima, vrše uticaj i na kretanja u razvijenim zemljama. Drugim rečima, one mogu indirektno da deluju na kretanja nadnica i profita, kamatnih stopa, inflacije i realne kupovne moći stanovništva razvijenih zemalja.⁵⁵ Rezultati integracionih procesa nisu uvek u okviru očekivanja, a još su manje senzacija. Zato informacije o velikim uspesima integracija ne smeju biti shvaćene kao fascinantne. Suštinskom analizom procesa integracije mogu se identifikovati faze, kvalitativne karakteristike i strukturalni elemenati globalizacije koja utiče na većinu zemalja da na određeni način izgrađuju svoj ekonomski sistem. U okviru tog sistema jedan broj zemalja namerava da u skladu s tim procesima uredi svoju unutrašnju strukturu i način upravljanja, druge preferiraju povezivanje zemalja i regiona putem internacionalizacije odnosa i na kraju, treća grupa zemalja podržava internacionalizaciju odnosa, afirmiše integracione procese, ali na prvo mesto stavlja interese svojih kompanija.

⁵⁵ Opus citatum str. 355-366.

Za obuhvatanje sve tri solucije najbolji primer je visokokotirana privreda Kine. Čini se da je u uslovima globalizacije upravo ona dostigla najveće domete.

Kina je zemlja koja ni izdaleka nije demokratska niti joj je namera da to postane. Međutim, njene skoro anonimne kompanije uz podršku vladine politike i velikog finansijskog deviznog rezervoara čija visina iznosi oko dva trilionu USA \$ kupile su svetski poznate gigante u oblasti automobilske industrije.⁵⁶ Na konferenciji za medije prilikom zaključivanja ugovora o kupoprodaji „Volvo“, predsednik Upravnog odbora kompanije Geely, Li Šufu kratko je izjavio: „Ovaj dan predstavlja prekretnicu u istoriji kompanije Geely. „Volvo“ će biti odvojena „ćerka firma“ Geely, sa vlastitim menadžmentom i sedištem u Švedskoj i tom prilikom se na mandarinском jeziku koga govori 845 milio-

na ljudi,⁵⁷ istočnjački mudro našalio: „vidim „Volvo“ kao tigra koji pripada šumi i on ne treba da bude zatočen u zoološkom vrtu...srce tigra je u Švedskoj i Belgiji.“⁵⁸ Nedavno je ova uspešna zemlja još jednim potezom zadivila svet. Posle četiri godine izgradnje Kina je stavila na raspolaganje najduži most na svetu (42 km.) koji spaja luku Chingdao sa ostrvom Huangdao. Most je širok 35 metara, ima šest traka i stoji na pet hiljada betonskih stubova. Koštao je oko 1,5 milijardi USA \$ a izgradnja je trajala oko četiri godine. Da su Kinezi skloni čudima potvrđiće most koji će biti pušten u funkciju 2016. godine. Dugačak je 45 kilometara i poveziće Hong Kong sa provincijom Guangdong.⁵⁹

ZAKLJUČAK

Fenomen globalizacije nije novijeg datuma a i njegovi osnovni stu-

⁵⁶ Kompanija „Lenovo“ kupila je „IBM“-pc dept., dok je kompanija „Geely“ od „Ford Motors Co“ kupila švedski biser, fabriku automobila „Volvo“.

⁵⁷ Colls Tom (October 19, 2009). „The death of language?“. BBC News. http://news.bbc.co.uk/today/hi/today/newsid_8311000/8311069.stm. Posećeno: April, 30, 2010., 14:44 „Geely“ i „Ford Motor Co“ postigli dogovor o kupoprodaji švedske kompanije „Volvo Car Corporation“ za 1,8 milijardi USA \$.

⁵⁸ http://www.businessweek.com/autos/autobeat/archives/2010/03/geely_buys_volvo_believe_it_or_not_it_could_work.html* Posećeno: April, 26. 2011. 20:12.

⁵⁹ *Večernje novosti*, petak, 1 jul 2011.godine

bovi, međunarodna trgovina i finansije nikada nisu znali za vremenske i teritorijalne granice. Čak se i u Bibliji pominju trgovci koji su iz Vavilona donosili drago kamenje, svilu, slonovaču, cimet i sl. Muhamed koji je takođe bio trgovac proslavio se izjavom, da devet desetina Božijih blagodati dolazi od trgovine, a samo jedna desetina od stočarstva. Kasnije je ekonomska istorija zabeležila da široki slojevi ljudi ne prihvataju globalizaciju u uniformi neoliberalizma; *laissez faire* kapitalizam koga su inicirale i podržavale velike ekonomske sile poput Sjedinjenih Američkih Država (Ronald Regan-reganizam) i Velike Britanije (Margaret Tačer-tačerizam). Takođe su bez podrške ostajali i čelnici Međunarodnog monetarnog fonda i Svetske banke, jer je njihov interes i odnos prema radnicima i širokim narodnim masama bio marginalan u odnosu na onaj koji su pokazivali prema multinacionalnim kompanijama i korporacijama. Antiglobalisti su u silnom naletu, predvođeni Jozefom Stiglicom, Noamom Čomskim, Partijama zelenih koje su u mnogim zemljama parlamentarne i sl., zbog događaja koji ne nose dobra nikome.

Integracioni procesi zaogrnuti u plašt globalizacije, nisu trenutna po-

java i ne mogu imati loše dejstvo na privredu i ekonomiju samo nekih zemalja. Kada bi to zaista bio slučaj, onda ne bi imalo smisla govoriti o globalnim integracijama i njenim različitim rezultatima. Negde su postignuti uspesi a negde doživljeni porazi, međutim, obe varijante su svojstvene svima i kao takve moraju biti sagledane u širem kontekstu. Što se samih procesa i postojećih razlika tiče njih karakteriše to što su potrebni više nego ikada, što su integracioni, što su globalni, što su intrigantni i što svaku zemlju ili region naprasno bude iz učmalosti i usmeravaju put progresa.. Što se neuspelih integracionih procesa tiče, oni su rezultat straha pojedinih zemalja i regiona. Za njih je globalizacija ozbiljan ekonomsko-politički problem, koji izaziva takav kaos i diskriminaciju koja će ih „pojesti“. Za regione, zemlje ili kompanije koje ne čine napore da promene svoju strukturu, pozicije i stepen razvoja, ovako razmišljanje još dugo može biti efikasan paravan.

Za odbacivanje paravana preporučuje se svima da ne kritikuju globalizaciju, institucije, protagoniste i druge činioce, zato što nisu direktni učesnici integracija. Države-članice Evropske unije, žive u uverenju da je sam ulazak u članstvo rešavanje

mnogih problema, međutim, da nije tako, govori poznata priča oko uvođenja jedinstvene valute (evro). Načelno, samo neposredni akteri mogu davati ocene i pravilno shvatiti pravu suštinu globalizacije. Što stvarnost nekih država nije onakva kakvom je priželjkiju, više je njihova krivica, nego što je krivica globalnih procesa. Svaka makar i najnerazvijenija zemlja poseduje određene reference koje daju mogućnost za poboljšanje ekonomsko-političke pozicije.

LITERATURA

1. Adamović, S. [2008], *Ekonomska globalizacija i kriza*, Univerzitet u Beogradu, Fakultet političkih nauka, Godišnjak, str. 355-366.
2. Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., and Volosovych, V. [2007], „Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions,“ in *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences*, ed. by Sebastian Edwards (Chicago, University of Chicago Press), pp. 19–68.
3. Bertrand, R. [1971], *Economie financière internationale*, PUF, Paris, p.p. 237.
4. Blanchard, O., Milesi-Ferretti, Gian M., „Global imbalances: In midstre-am?“, *IMF Staff Position Note*, No. 2009/29. Washington, DC. 23
5. Bovaird, T. [2003], *Strateški menadžment*, ECPD - Evropski centar za mir i razvoj, Beograd, str. 37.
6. Colls Tom (October 19, 2009). „The death of language?“. *BBC News*.
7. Croucher, L. S. [2004], *Globalization and Belonging: The Politics of Identity in a Changing World*. Rowman & Littlefield, pp. 10.
8. Ćurčić, U. [2002], *Bankarski portfolio menadžment*, Feljton, Novi Sad, str. 284.
9. Dašić, D. [2003], *Diplomatija, Ekonomska multilateral i bilateral*, Univerzitet „Braća Karić“, i Multidisciplinarni centar za podsticanje integracionih procesa i harmonizaciju prava, Beograd, str. 76-183.
10. Dragojević, Ž. [2010], „Preduslovi konkurentnosti preduzeća na globalizovanom svetskom tržištu“, *Poslovna politika*, Beograd, br. 1-2, str. 14-19.
11. Đokanović, T. [2003], *Međunarodni ekonomski odnosi*, Izvodna građa iz knjige, Evropski centar za mir i razvoj-ECPD, Univerzitet za mir Ujedinjenih nacija, Beograd, str. 24.
12. Galbraith, J. K. [1979], *Ekonomika i društveni ciljevi*, Otokar Keršovani, Rijeka, str. 200.

13. Gidens, E. [2005], *Odbegli svet: kako globalizacija preoblikuje naše živote*, Stubovi kulture, Beograd,. (preuzeto od: Saduša Redžić, SOCIOLOGIJA, Vol. XLIX (2007), N° 3.
14. Grinin, L.E. [2009], „Transformation of Sovereignty and Globalization“ [1] In Grinin L. E., Beliaev D. D., and Korotayev, A. V. (eds.), *Hierarchy and Power in the History of Civilisations: Political Aspects of Modernity* (pp. 191-224). Moscow: KD 'Librocom'.
15. Harvey, D. [2005], *The new imperialism*. Oxford University Press, pp. 101.
16. Hopkins, A. G., ed. [2004], *Globalization in World History*. Norton. akds[s pp. 4-8.
17. <http://www.antimaterija.com/teorije-zavjere/bilderberg-grupa-new-world-order/> Posećeno: Jun, 11. 2011. 15:50.
18. [http://www.google.rs/#hl=sr&pq=keniči ohmae problem globalnog Triad Power&cp=24&pf=p&scli=ent=psy&source=hp&aq=](http://www.google.rs/#hl=sr&pq=keniči%20ohmae%20problem%20globalnog%20Triad%20Power&cp=24&pf=p&scli=ent=psy&source=hp&aq=) Posećeno: April 30 2011, 13:13.
19. <http://sr.wikipedia.org/wiki/Globalizacija>, slobodna enciklopedija Posećeno: Aprila, 29. 2011. 18:35.
20. <http://www.businessweek.com/autos/autobeat/archi->
[ves/2010/03/geely_buys_volvo_believe_it_or_not_it_could_work.html](http://www.businessweek.com/autos/autobeat/archives/2010/03/geely_buys_volvo_believe_it_or_not_it_could_work.html)* Posećeno: April, 26. 2011. 20:12.
21. Ilić-Popov, G. [2004], *Poresko pravo Evropske unije*, Službeni glasnik, Beograd, str. 13.
22. Jakšić, M., Pejić, L. [1995], *Doktrine velikih ekonomista*, Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet, Beograd str. 131.
23. Kejns ,J. M. [1956], *Opšta teorija zaposlenosti, kamate i novca*, Prosveta, Beograd, str. 404.
24. Samuel, K. S. [2003], “China,s Path to Great Power Status in the Globalization Era,” *Asian Perspective*, vol. 27, No. 1, pp. 35-75.
25. Krugman, P. „Krah eura dovešće u pitanje jedinstvo Evrope“, *New York Times*, <http://www.standard.rs/vesti/37-ekonomija/6381-pol-krugman-krah-evra-dovee-u-pitanje-jedinstvo-evrope-.html>. Posećeno: April, 30. 2011. 17: 48.
26. Lasić, M. *Moderna vremena*, Vikipedija, 23/08/2008. Posećeno: Maj, 8. 20011. 19:23.
27. Marshall, McL, and Bruce, R. P. [1992], *The Global Village: Transformations in World Life and Media in the 21st Century*. Oxford University Press: Sep 17, 1992.
28. Nexon, D., and Wright, T. [2007], „What’s at Stake in the American

- Empire Debate“, *American Political Science Review*, Vol. 101, No. 2 (May, 2007), pp. 266-267.
29. Ohmae, K. [1985], Moć Trijade: „Oblik globalne konkurencije“. *Časopis za komunikacije*, New York: Free Press, 2 (4) 409-410.
 30. Osterhammel, J., and Petersson, N. P. [2005], „Globalization: a short history“, pp. 8.32. *Politika*, 31. decembar 2010. 1 i 2. Januar 2011. spektar@politika.rs
 31. Pušara, K. [2004], *Međunarodne finansije*, Univerzitet „Braća Karić“, Fakultet za trgovinu i bankarstvo, Beograd, str. 190.
 32. Stiglitz, J. [2004], „Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF“, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, No. 1, pp. 57–71.
 33. Stiglitz J. [2004], „Globaliyation and its Discontents“. *Journal of Libertarian Studies*, Volume 18, no. 1 (Winter 2004), pp. 89-98.
 34. Summers H. L. [2000], „International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures“, *American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, pp. 1–6.
 35. Šimunić H., Šimunić J. [2006], *Porezno pravo Europske unije*, Pravni fakultet, Zagreb, str. 12.
 36. Takenaka, H., and Chida, R. [1998], „Japan“, *Domestic Adjustments to Globalization*“, (ed, Charles E. Morrison and Hadi Soesastro), Tokyo: *Japan center for International Exchange*, pp. 76-102.
 37. *Tanjug, Beta*, utorak, 12. novembar 2010. godine.
 38. Tojnbi, A. [2005], *Daisaku Ikeda*, Dereta, Beograd, str. 34.
 39. Tores, R. [2010], „Incomplete crisis responses:Socio-economic costs and policy implications“, *International Labour Review*, International Labour Organization. Vol. 149 (2010), No. 2, pp, 235.
 40. Totić, I. [2011], „Položaj države između dva suprotstavljena sektora“, *Anali Ekonomskog fakulteta*, Subotica, str. 18-33.
 41. Totić, I. [2010], „Ekonomski aspekti reformi u zdravstvenom sistemu“, *Zdravstvena zaštita*, časopis za socijalnu medicinu, javno zdravlje, zdravstveno osiguranje, ekonomiku i menadžment u zdravstvu, komora zdravstvenih ustanova Srbije, Beograd, br. 4, str. 10.
 42. Totić, I. [2011], „Ekonomsko-socijalna dimenzija siromaštva i nezaposlenosti“, *Socijalna misao*, Beograd, br. 1-2, str. 109-125
 43. Upchurrch, M. [2003], *Menadžment ljudskih resursa*, ECPD - Evropski centar za mir i razvoj, Beograd, str. 146.

44. *Večernje novosti*, utorak, 16 novembar 2010. godine.
45. *Večernje novosti*, nedelja 21. novembar 2010. godine.
46. *Večernje novosti*, petak, 1 jul, 2011. godine,
47. *Vikipedija*, slobodna enciklopedija. Posećeno: Maj 19. 2011. 21:43.
48. Vollerstein, I. *Politika ekonomske propasti*, EL MUNDO SEFARAD, (prevela Borka Đurić, <http://elmundosefarad.wikidot.com/manuel-vollerstein-politika-ekonomske-propasti>, Posećeno: April, 29. 2011. 23:23).
49. Walzer, M. [2006], „Is There an American Empire?“. www.freeindiamedia.com. Archived from the original on 2006-10-21. http://www.freeindiamedia.com/america/5_jan_04_america2.htm. Posećeno: April, 11. 2011. 18:34

Rad primljen: 03. 10. 2011.

UDK:338.24.021.8:364.35

(4-191.2+4-11);338.124.2(100)

JEL: G 23

Stručni rad

UTICAJ GLOBALNE RECESIJE NA REFORMU PENZIJSKIH SISTEMA U EKO- NOMIJAMA CENTRALNE I ISTOČNE EVROPE

THE IMPACT OF GLOBAL RECESSION ON THE RE- FORM OF PENSION SYSTEMS IN THE ECONOMIES OF CENTRAL AND EASTERN EUROPE

Prof. dr Siniša OSTOJIĆ
Ekonomski fakultet, Subotica

Rezime

Cilj ovog članka je da ukaže na preduzete reformske poteze vlada ekonomija Centralne i Istočne Evrope usled delovanja globalne recesije u smislu rasta nezaposlenosti i smanjenja prihoda državnih penzijskih fondova, ali i zbog fiskalnog pritiska na budžete ovih ekonomija. Penzijske reforme u većini zemalja su pokrenute kratkoročnim budžetskim pritiskom koji rezultira neodrživim finansiranjem državnih penzijskih sistema. Kratkoročni fiskalni pritisak nije samo posledica starenja stanovništva već je udružen sa pogoršanjem demografskog koeficijenta zavisnosti (udeo starijih u radno

aktivnom stanovništvu); ali veću važnost od ova dva uzroka ima ekspanzija rashoda, koja potiče od pogoršanja sistemskog koeficijenta zavisnosti (odnos korisnika penzija i uplatilaca doprinosa)¹. Visok nivo penzija, problemi s naplatom doprinosa i niska stopa povraćaja sredstava su još neki od faktora koji utiču na povećanje kratkoročnog fiskalnog pritiska.

Ključne reči: DRŽAVNI PENZIJSKI FONDOVI, PRIVATNI PENZIJSKI FONDOVI, REFORMA, FISKALNI PRITISAK, KOEFICIJENT ADEKVATNOSTI PENZIJA

Summary

The aim of this paper is to show the government reform measures undertaken economy a central and eastern Europe due to the effects of the global recession in terms of growth rates of unemployment and reduction of income of state pension funds, but also because of fiscal pressure on the budgets of these economies. Pension reforms in most countries are running short-term budgetary pressure resulting in unsustainable financing of state pension systems. Short-term fiscal pressure is not only a consequence of aging but is associated with worsening of the demographic dependency ratio (proportion of those in the working age population), but more important of these causes is the expansion of expenditure, which comes from the deteriorating system dependency ratio (the ratio of beneficiaries and contributors). The high level of pensions, problems with the collection of contributions and the low rate of return of funds are some of the factors that increase short-term fiscal pressure.

Key words: PUBLIC PENSION FUNDS, PRIVATE PENSION FUNDS, REFORM, FISCAL PRESSURES, ADEQUACY OF PENSIONS

¹ Holzmann Robert, Hinz Richard, *Old-Age Income Support in the 21st Century*, The World Bank, Washington D.C., 2005. p. 24

UVOD

Globalna recesija i finansijska kriza u značajnoj meri su uticali na državne i na privatne penzijske sisteme u regionu Evrope. Inače, u ovom regionu, uglavnom preovlađuje državni, prvi stub penzijskog i invalidskog osiguranja i treći stub privatnog dobrovoljnog penzijskog osiguranja, dok je drugi stub manje prisutan.² Globalna recesija je s jedne strane motivisala, a s druge strane i primorala vlade ovih ekonomija da

izvrše političke, ekonomske i socijalne promene u odgovoru na rastuće deficite penzijskih sistema sa kojima se ove ekonomije suočavaju. Posledice krize su jasne u smislu pogoršanja postojeće finansijske ravnoteže u državnim penzijskim sistemima putem snažnog smanjivanja prihoda državnim penzijskim fondovima po osnovu smanjenja uplate doprinosa usled rasta nezaposlenosti i rada na crno, dok su u isto vreme penzijski sistemi pokušali da zadrže

Tabela 1. Učešće starog stanovništva i prihod po stanovniku u odabranim regionima 2005. godina³

Ekonomije po grupama i regionima	Učešće stanovništva ukupnoj populaciji u %		Dohodak po stanovniku	
	Starijih od 60 godina	Starijih od 65 godina	USA nominalna vrednost \$	USA dolar prema PPP
CES region	31.2	21.7	4,7264	11,6635
Ekonomije u razvoju	18.1	12.5	2,3333	5,7038
Ekonomije sa visokim dohotkom po stanovniku	33.4	23.1	25,2504	29,3216
Zapadna Evropa	34.4	23.9	24,6168	29,2674

² Anita Schwarz, at all. "Pensions in Crisis: Europe and Central Asia", *Regional Policy Note*, November 12, 2009 ECA „Svetska banka u ECA region uključuje Albaniju, Jermeniju, Azerbejdžan, Belorusiju, Bosnu i Hercegovinu, Bugarsku, Hrvatsku, Češku Republiku, Estoniju, Gruziju, Mađarsku, Kazahstan, Republiku Kirgiziju, Kosovo, Letoniju, Litvaniju, Makedoniju, Moldaviju, Crnu Goru, Poljsku, Rumuniju, Rusku Federaciju, Srbiju, Slovačku, Sloveniju, Tursku, Tadžikistan, Turkmenistan, Ukrajinu i Uzbekistan)

³ Robert Holzmann, Csaba Feher, Hermann von Gersdorff, (2009) „Were Financial Systems in CESE Countries Prepared for the Challenges of Multipillar Pension Reform?“ u zborniku radova pod naslovom *Aging Population, Pension Funds, and Financial Markets*, p.p. 13-40

svoje rashode na konstantnom nivou ili čak i povećaju svoje rashode. Takođe, to je rezultiralo u snažnom smanjenju vrednosti finansijske imovine drugog i trećeg stuba, čime se deluje na obezbeđivanje penzija u stubovima koji su finansirani na osnovu lične štednje samih budućih penzionera. Stoga ne postoji penzijski sistem u ovom regionu koji je tako strukturiran da je imun na efekte globalne recesije i krize, te da su ostali netaknuti od posledica delovanja globalne krize.

Drugi problem s kojim će se ovaj region susresti je demografska kriza. Ovaj problem je izražen u gotovo svim ekonomijama, i ekonomijama u razvoju ali i ekonomijama s visokim dohotkom po stanovniku, što pokazuje Tabela 1.

Ekonomije ovog regiona ne predviđaju dugoročne promene politike funkcionisanja penzijskih sistema, već su usmerene na bavljenje kratkoročnim fiskalnim problemima. Ma kakvo kratkoročno reagovanje trebalo bi da sadrži strategiju koja rešavanja dugoročnih izazova u penzijskim sistemima. Ta dugoročna fokusiranost trebalo bi da bude usmerena na sledeće činioce:

- zaštititi kupovnu moć penzionera i obezbediti fiskalnu održivost finansiranja penzij-

skih sistema, dakle, ostvariti oba cilja tokom krize i nakon krize, kretanjem ka penzijama koje su indeksirane samo za iznos inflacije⁴,

- podsticanje pojedinaca da rade više i duže uz povećanje starosne dobi za odlazak u penziju, i izjednačavanje starosne granice za odlazak u penziju između žena i muškaraca kao i obuzdavanje prevremenog penzionisanja,
- povećati javnu svest o povećanom ograničenju mogućnosti državnih penzijskih sistema o povećanju penzija zbog povećanja starosti ukupne populacije.

Pored toga, ekonomije ovog regiona reformisale su svoje državne penzijske sisteme sa finansiranim penzijskim sistemima, odnosno uvođenjem drugog i trećeg stuba dobrovoljnog penzijskog osiguranja. Na ovaj način većina ekonomija ovog regiona usmerilo se na:

⁴ Robert Holzmann and Ufuk Guven (2009) „Adequacy of Retirement Income after Pension Reforms in Central, Eastern, and Southern Europe-Eight Country Studies“ The World Bank and Erste Stiftung, p.p. 1-59

- obezbeđivanje boljeg osiguranja za slučaj starosti, uvođenjem drugog penzijskog stuba praćenjem životnog ciklusa portfolija ili garantovanjem penzija,
- ubrzanjem regulatornih reformi koje bi podstakle rast stope prinosa na investicije dobrovoljnih penzijskih fondova,
- izgradnja tržišta obveznica koje bi bile indeksirane za iznos inflacije što bi omogućilo osiguravajućim društvima da ponude rente koje su indeksirane upravo za iznos inflacije.

Finansijska kriza je vrlo brzo prešla u ekonomsku krizu sa ozbiljnim posledicama na sve državne programe, uključujući i njihove penzijske sisteme. Region ECA je snažno pogođen i prethodnim krizama, što je vodilo samo privremenom preokretu ka snažnom ekonomskom rastu i povećanju zaposlenosti, a sa čim su se upoznali većina regiona u prethodnoj deceniji. Tokom ove decenije većina zemalja reformisalo je svoje penzijske sisteme. Pojedine ekonomije su vršile samo parametarske promene, uz preduzete ostale ozbiljnije systemske promene. Brzo pogoršanje praćeno padom BDP-a, zaposlenosti, vrednosti imovine, kao i fiskalnom (ne)ravnotežom, i raspo-

laganje domaćim i stranim finansijskim sredstvima, vodilo je brzom pogoršanju situacije za celokupni penzijski sistem u regionu i skorašnja reagovanja politike od strane vlasti u smislu odgovora na krizu. Dok se uticaj krize razlikuje u osnovi od ekonomije do ekonomije, neke opšte pouke mogu se izvući iz prethodnih iskustava uz priznanje da analize i preporuke neće biti primenjene na svaku ekonomiju, i da ne postoji šematski plan za reformu koji bi bio pružen u različitim kontekstima reforme, institucionalnim i reforme penzionih sistema u regionu. Dakle, ne postoji jedinstveno ili pak unificirano rešenje reformi penzijskih sistema. Sve analize čine jasnijom činjenicu, da dakle snažan uticaj finansijske krize bleđi uz poštovanje nastupajuće demografske krize i da ekonomije traže sigurnost da bez obzira na aktivnosti koje one sada preduzimaju ne predstavlja ogromno finansijsko opterećenje s kojim ograničenjem će se one više suočiti nego što su danas suočene.

1. UTICAJ FINANSIJSKE KRIZE NA PENZIJSKE SISTEME

Penzijski sistemi u regionu ECA izloženi su po svom obliku i veličini snažnom uticaju krize i jedna

od ključnih pouka je da ne postoji penzijski sistem koji je imun na globalnu finansijsku i ekonomsku krizu. Većina zemalja u ovom regionu ima tri stuba u svom penzijskom sistemu, nulti stub, obično prvi stub i ponegde drugi i treći stub. Jedanaest od trideset zemalja imaju sva četiri stuba.

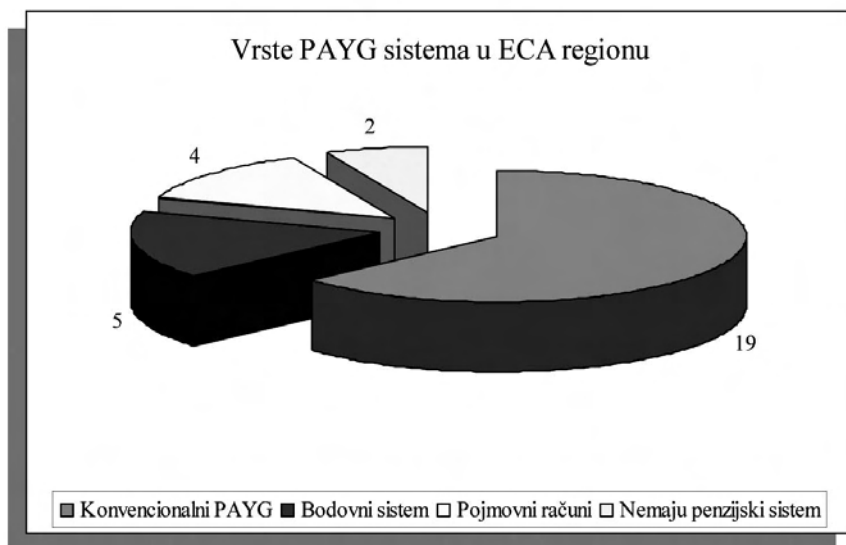
1.1 . Klasifikacija penzijskih sistema po veličini i obliku u regionu ECA

Većina zemalja u ovom regionu imaju „prvi stub“ ili „podfinansiran penzijski sistem“ gde doprinosi plaćeni od tekuće zaposlenih finansiraju penzije tekućih penzionera, a penzije sadašnje zaposlenih će biti isplaćene iz doprinosa od budućih zaposlenih. Ovaj sistem se obično naziva pay-as-you-go. Većina ECA zemalja, 28 od 30 obezbeđuje penzije s nekim procentualnim učešćem u odnosu na njihove prethodne zarade, dakle, definisani su po godini doprinosa. U pojedinim slučajevima kao što je u Litvaniji ova naknada penzijska je pored toga jednaka naknadi penzijskoj koja je obezbeđena od strane uplatilaca doprinosa. Drugim rečima, kao što je u Bosni i Hercegovini, celokupna penzijska naknada uplatilaca doprinosa bazirana na pojedinačnoj istoriji zarada. U dru-

gim zemljama kao što je u Gruziji, penzijski sistem ima tako skromne prihode da su penzijske naknade u većini slučajeva iste za sve uplatioce doprinosa, uz male razlike bazirane na prethodnim zaradama. Nekolicina zemalja, uključujući Hrvatsku, Crnu Goru, Rumuniju i Srbiju, imaju usvojenu varijantu PAYG nazvanu „bodovni sistem“, u kome se pojedincu dodeljuje bod za svaku godinu uplaćenog doprinosa, s brojem bodova dodeljenih svakoj godini zavisno od odnosa zarade pojedinca i prosečne zarade. Ovi bodovi se onda konvertuju u novčane iznose nakon penzionisanja i penzija zavisi delimično ili u celosti od istorije zarade pojedinca. Još jedna druga grupa zemalja, Republika Kirgizija, Letonija Poljska i Ruska Federacija, usvojile su drugu varijantu PAYG sistema koji se naziva „pretpostavljeni računi“ (notional accounts) u kom sistemu svaka uplata doprinosa od strane pojedinačno zaposlenih se vodi evidencija na pojedinačnom računu zajedno sa pretpostavljenom kamatom pripisanom na uplaćene doprinose. Nakon penzionisanja, ravnoteža u ovom pretpostavljenom, hipotetičkom odnosno pojmovnom računu se konvertuje u penziju. Samo dve zemlje u ovom regionu nemaju državno upravljani

PAYG sistem na bazi uplaćenih doprinosa, Kazahstan i Kosovo, ali u obe zemlje (u oba slučaja) jednake penzije se obezbeđuju iz budžeta. Ovi aranžmani su ukratko prikazani u Grafikonu 1.

nego što se počne sa finansiranjem tekućih penzija. Doprinosi plus zarađena kamata na svakom računu se koristi za obezbeđivanje penzija za one posebne pojedince kada pojedinac ispuni uslov za odlazak u staro-



Pored toga 13 od 30 zemalja ima usvojen drugi stub ili sistem finansiranih penzija „funded system“ Bugarska, Hrvatska, Estonija, Makedonija, Mađarska, Kazahstan, Kosovo, Letonija, Litvanija, Poljska, Rumunija, Rusija i Slovačka. Ovaj drugi stub se razlikuje od prvog jer se u ovom drugom stubu doprinosi zaposlenih drže na pojedinačnom štednom računu i u stvari se investira u različitu finansijsku imovinu, pre-

snu penziju. U većini ECA ekonomija, doprinosi ovog drugog stuba su podeljeni na opšte penzijske doprinose tako da manje prihoda odlazi u PAYG sistem kako bi se finansirali već postojeći penzioneri. Uzimajući u obzir da većina zemalja ima tekuće deficite i pored toga što su oni u potpunosti finansirani doprinosima penzionera, podeljenost delova rezultira u još većem deficitu za prvi stub, te se deficit mora fi-

nansirati iz redovnih poreskih prihoda. Konfiguracija stubova je predstavljena u Grafikonu 2. u kome se vidi da samo dve zemlje finansirane stubove, 13 zemalja sa prvim i drugim stubom, i 15 samo sa prvim stubom. Pored prvog i drugog stuba, dve zemlje su bez prvog stuba, Kazahstan i Kosovo, u kojima se penzije finansiraju iz opštih budžetskih prihoda za sve starije osobe, i to je obično poznat nulti stub (zero pillars). Nulti stub predstavlja penzijske naknade bez uplate doprinosa koje se u većini zemalja obezbeđuje za jedan deo starijeg stanovništva, obično na osnovu provere imovinskog stanja. Konačno, većina zemalja ima treći stub, kao mehanizam pojedinačne štednje dodatnog novca prema boljim iznosima penzija na dobrovoljnoj osnovi. Treći stub je veoma ekstenzivan u odnosu na regulacije i supervizije.

Finansijska kriza deluje na svaki elemenat finansijskog sistema na različit način, i dok veličina i vreme mogu biti različiti, svaka komponenta je suprotno pogođena. Nulti stub se finansira iz opštih budžetskih prihoda, i kako se smanjuje BDP tako se smanjuje i osnova iz koje se finansira, dakle, opšti poreski prihodi, pa na taj način i izvori finansiranja nultog stuba se smanju-

je. Prvi stub se finansira od uplate doprinosa poslodavaca i zaposlenih, i kako se nezaposlenost povećava i zarade smanjuju, prihodi raspoloživi za finansiranje prvog stuba se smanjuju. Drugi i treći stub se finansira iz uplate doprinosa poslodavaca i zaposlenih ali i iz zarađene kamate na uplaćene doprinose koji se plasiraju u različite oblike finansijske imovine. Smanjenje finansijske imovine, predstavlja dodatni negativni uticaj pored nezaposlenosti i smanjenja zarada, što sve zajedno utiče na smanjenje moguće isplate iz ovih stubova.

2. UTICAJ GLOBALNE KRIZE NA PRVI STUB DRŽAVNOG PENZIJSKOG SISTEMA

Budući da se prvi stub penzijskog osiguranja finansira iz doprinosa uplaćenih od strane poslodavaca i zaposlenih kao procenat u odnosu na određen iznos zarade, prihodi su vezani za formalni sektor, odnosno za nivo zaposlenosti i zarada. Ako se obe ove kategorije smanje u uslovima krize, kao što se i dogodilo, prihodna strana penzijskih sistema zadobila je prilično snažan udarac.

Na strani rashoda penzijskih sistema, broj korisnika penzija obično

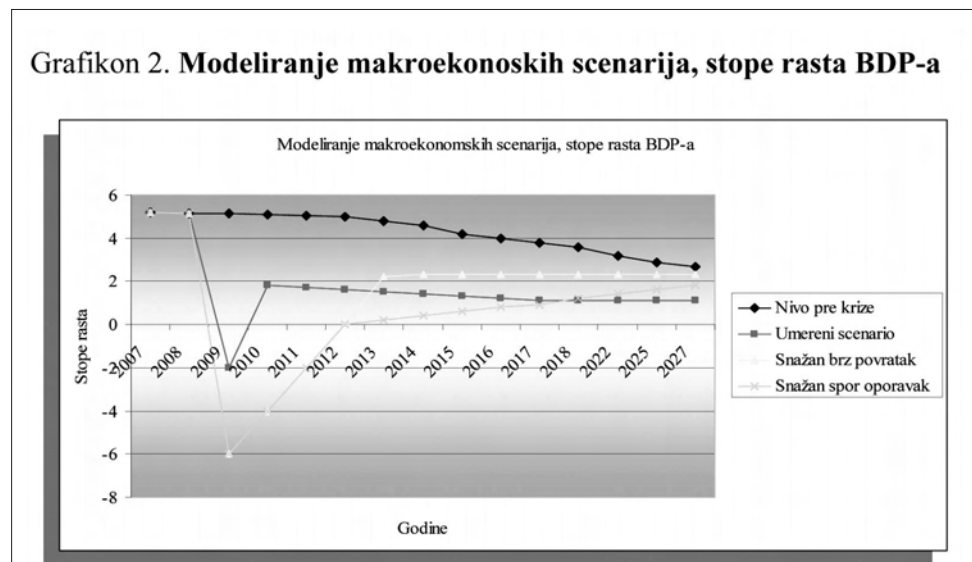
se povećava tokom krize. Naročito ako se ljudi pouzdaju u prevremeno penzionisanje i invalidsku penziju, onda to znači da će izaći na kraj sa nezaposlenošću kroz proces penzionisanja. Nivo penzijskih naknada obično ostaje na istom nivou ili se blago povećava, pa čak i ako zemlja nerado i protiv svoje volje smanji nivo penzija kada nivo zarada se smanji. Značajan gubitak u prihodima povezan je s manjim povećanjem rashoda sa otvaranjem jaza u finansiranju penzijskog sistema, ili proširenja već postojećeg jaza u većini ovih zemalja.

Da bi stekli saznanje o veličini mogućeg jaza, tim Svetske banke je sastavio hipotetičku zemlju koja liči kao „običnu“ ECA zemlja sa „pro-

sečnim“ karakteristikama regiona, uz poštovanje demografskih karakteristika regiona i karakteristika penzijskog sistema. Ove karakteristike se onda uvode u PROST model Svetske banke ili model oprema za simulaciju izbora reforme penzijskog sistema Svetkse banke za određivanje mogućeg uticaja finansijske krize na penzijski sistem.

Grafikon 2. pokazuje različite makroekonomske scenarije uzete u analizu. U odsustvu ma kakve reforme, realni BDP može da se smanji na nivo pre krize od 5,2 % za gotovo preko 2,5 % u narednih 20 godina. Scenarij umerene krize pokazuje da se BDP može smanjiti za 2 % u 2009. godini, zatim bi sledio rast od 2 % i 4 % u 2010. i 2011. godini, respektiv-

Grafikon 2. Modeliranje makroekonomskih scenarija, stope rasta BDP-a

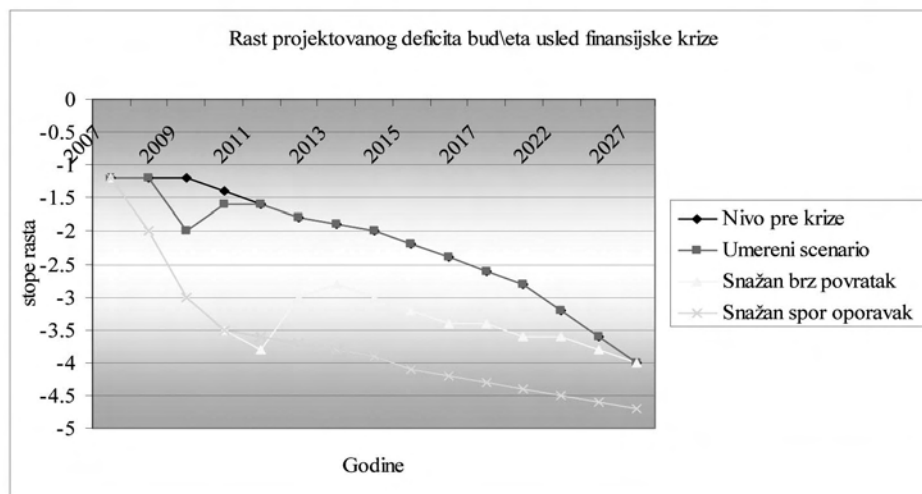


no, uz konvergiranje od 2,5 % u narednoj deceniji. Snažan šok pratio bi brz oporavak koji bi mogao biti smanjen pokazuje grafikon na 6 % u 2009. godini, sledio bi povratak na dugoročnu stopu već u naredne četiti godine, dok bi spor oporavak mogao rezultirati povratkom na dugoročnu stopu rasta u narednih deset godina.

Iskustvo prethodnih kriza sugeriše nam da je smanjenje isplaćenih zarada i prihoda po osnovu uplate doprinosa gotovo dva puta veće nego što je smanjenje BDP-a. Ako dato predviđanje umerenog smanjenja BDP-a rangiramo od 2 % kako je predviđeno u 2009. gđini do znatno višeg negativnog šoka rasta od 6 %,

model nam prdlaže da će ove zemlje iskusiti smanjenje prihoda od dori-nosa rangiranih od 4 % do 12 % , što se može preinačiti u pad prihoda od 0.1 % do 0,8 % BDP-a u slučaju go-renavedenog okvira. Ako penzijski rashodi ostanu gotovo konstantni u odnosu na smanjenje BDP-a, učešće penzijskih rashoda u BDP-u će se povećati, između 0,5 % i 1 %. otvara-jući dodatni deficit od 0,6 % do 1,8 % BDP-a u penzijskom sistemu. Uticaj finansijske krize je predsta-vljen na Grafikonu 4 ispod. U ume-renom slučaju penzijski sistem će se vratiti u svoj prekrizni period već 2013. godine, a u mnogo kritičnijem slučaju tek 2020. godina.

Grafikon 3. Rast projektovanog deficita budžeta usled delovanja finansijske krize



Reformski poduhvati su poboljšali stvarnu poziciju ekonomija ECA regiona, tako da su penzionirani sistemi kao što se Poljski penzijski sistem postepeno vraća u stanja fiskalne ravnoteže. U velikom broju ekonomija, međutim, sistemske reforme nisu bile dovoljne da se ostvari održivost penzijskog sistema. Dalje reforme prvog stuba, uključuju reformne korake koji su usmereni ka ostvarivanju efi-

kasnog rasta penzija. Podaci u tabeli ukazuju na to da do 2050. godine, rashodi namenjeni penzijskom fondu će se smanjiti u odnosu na BDP u onim ekonomijama koje su preduzele reforme, kao što su Estonija, Letonija, i Poljska, ali će porasti od 6 % do 7 % u odnosu na BDP u istom periodu u ekonomijama koje ne sprovedu reforme, kao što je primer Češke i Slovenije. Penzijski prihodi su bili manji u

Tabela 2. Učešće penzijskih rashoda u BDP u odabranim ekonomijama

Zemlje	Bruto javni penzijski rashodi kao % učešća u BDP							
	2004	2010	2015	2020	2025	2030	2040	2050
Austrija	13.4	12.8	12.7	12.8	13.5	14.0	13.4	12.2
Belgija	10.4	10.4	11.0	12.1	13.4	14.7	15.7	15.5
Kipar	6.9	8.0	8.8	9.9	10.8	12.2	15.0	19.8
Češka	8.5	8.2	8.2	8.4	8.9	9.6	12.2	14.0
Danska	9.5	10.1	10.8	11.3	12.0	12.8	13.5	12.8
Estonija	6.7	6.8	6.0	5.4	5.1	4.7	4.4	4.2
Finska	10.7	11.2	12.0	12.9	13.5	14.0	13.8	13.7
Francuska	12.8	12.9	13.2	13.7	14.0	14.3	15.2	14.8
Nemačka	11.4	10.5	10.5	11.0	11.6	12.3	12.8	13.1
Mađarska	10.4	11.1	11.6	12.5	13.0	13.5	16.0	17.1
Irska	4.7	5.2	5.9	6.5	7.2	7.9	9.3	11.1
Italija	14.2	14.0	13.8	14.0	14.4	15.0	15.9	14.7
Letonija	6.8	4.9	4.6	4.9	5.3	5.6	5.9	5.6
Litvanija	6.7	6.6	6.6	7.0	7.6	7.9	8.2	8.6
Luksemburg	10.0	9.8	10.9	11.9	13.7	15.9	17.0	17.4
Malta	7.4	8.8	9.8	10.2	10.0	9.1	7.9	7.0
Holandija	7.7	7.6	8.3	9.0	9.7	10.7	11.7	11.2
Poljska	13.9	11.3	9.8	9.7	9.5	9.2	8.6	8.0
Portugal	11.1	11.9	12.6	14.1	15.0	16.0	18.8	20.8
Slovačka	7.2	6.7	6.6	7.0	7.3	7.7	8.2	9.0
Slovenija	11.0	11.1	11.6	12.3	13.3	14.4	16.8	18.3
Španija	8.6	8.9	8.8	9.3	10.4	11.8	15.2	15.7
Švedska	10.6	10.1	10.3	10.4	10.7	11.1	11.6	11.2
V. Britanija	6.6	6.6	6.7	6.9	7.3	7.9	8.4	8.6
EU 10	10.9	9.8	9.2	9.5	9.7	9.8	10.6	11.1
EU 12	11.5	11.3	11.4	11.8	12.5	13.2	14.2	14.1
EU 15	10.6	10.4	10.5	10.8	11.4	12.1	12.9	12.9
EU 25	10.6	10.3	10.4	10.7	11.3	11.9	12.8	12.8

pojedinin ekonomijama ali studije pokazuju da je razlog tome utaja poreskih prihoda i izbegavanje plaćanja poreza kao i administrativne slabosti.

3. UTICAJ GLOBALNE FINANSIJSKE KRIZE NA ZE- MLJE KOJE SU UVELE DRUGI STUB PENZIJSKOG SISTEMA

Za penzijske sisteme koji su privatno finansirani, odnosno ekonomije koje su uvele drugi i treći i stub penzijskog sistema, kriza potencijalno deluje na isplaćene naknade penzionerima usled smanjivanja vrednosti imovine, odnosno vrednosti finansijskih instrumenata u koje penzijski sistemi investiraju. Smanjenje vrednosti imovine ima direktan uticaj upravo na one penzionere koji odlaze u starosnu penziju. Ako država izabere da obezbedi samo državnu naknadu pogođenim pojedincima, to će delovati na ukupne prihode i rashode budžeta. Nažalost u ECA regionu mali broj penzionera odlazi u penziju sa isplaćenim penzijskim naknadama koje su finansirane iz ovih programa koji pripadaju drugom i trećem stubu, zato što su ovi programi relativno novi odnosno relativno su skoro uvedeni i često izuzimaju starije zaposlene. Zemlje koje su najstarije odnosno koje su prve uvele drugi stub su

Mađarska i Kazahstan koje su započele sa uvođenjem drugog stuba još 1998. godine, zatim slede Poljska 1999. godine. U Mađarskoj samo nekoliko učesnika se pridružilo drugom stubu, pri čemu je drugi stub dobrovoljan za sve tekuće zaposlene. Tako stariji zaposleni od 52 godine životne starosti, koji su se pridružili drugom stubu su podstaknuti da pređu na novi sistem finansiranja penzija, što za rezultat ima mali broj tekuće penzionisanih pojedinaca. Slično se događa i u Poljskoj, gde zaposleni starijima od 50 godina u vremenu uvođenja reformi nije dozvoljeno da se priključe drugom stubu i drugi stub je dobrovoljan za zaposlene koji imaju između 30 i 50 godina života. Ponovo to rezultira samo nekoliko penzionisanih u drugom stubu.. U slučaju Kazahstana svi zaposleni priključili su se drugom stubu, ali svi tekući penzioneri dobijaju penzijske naknade iz starog prvog stuba koji se zasniva na broju godina uplaćenog doprinosa, a samo dobijaju penzijske naknade iz drugog stuba kroz relativno manji procenat od njihove radne karijere tokom koje su oni uplaćivali doprinos drugom stubu. Ostalih deset zemalja usvojili su drugi stub gotovo u isto vreme unazad nekoliko godina i imaju gotovo ista ograničenja na osnovu kojih se

mogu priključiti drugom stubu i obezbediti penzijsku naknadu iz prvog stuba tekućim penzionerima zasnovano na njihovim godinama uplaćenog doprinosa u prethodni penzioni sistem, što takođe rezultira malim brojem tekućih penzionera. Zemlje koje su usvojile drugi stub obuhvataju sledeće, Bugarska, Hrvatska, Estonija, BRSFR Makedonija, Mađarska, Kazahstan, Kosovo, Letonija, Litvanija, Poljska, Rumunija, Ruska Federacija i Slovačka. Pored toga, pad cene i vrednosti finansijske imovine odraziće se na penzije zaposlenih koji sada uplaćuju doprinos drugom i trećem stubu.

Čak i pre izbijanja finansijske krize, stopa prinosa ostvarena u drugom stubu u celokupnom regionu bila je skromna u odnosu na stopu rasta prihoda. Kao što pokazuje Tabela br. 7 za ograničen broj zemalja za koje su uporedivi podaci raspoloživi. Budući

da uvek postoji promenljivost u ceni imovine, neispravno je procenjivati investicije očekujući da se desi daleko duže od prosečnog životnog veka na bazi stope prinosa tokom kratkoročnog vremenskog perioda, ali u ovom slučaju samo je kratkoročni vremenski period na raspolaganju. Tokom početnih godina funkcionisanja penzijskih fondova, stopa rasta prihoda i stopa rasta zarade bile su obično visoke u ovim zemljama, i kako su se ove zemlje oporavile nakon kolapsa s početka devedesetih godina prošlog veka. Pored toga, lošije tržišne performanse ovih zemalja ukazivale su na ishod u pogledu industrijske strukture, regulacije i razvijenosti finansijskog tržišta da još moraju biti razvijani. Drastičan pad vrednosti finansijske imovine nastao zbog uticaja finansijske krize na ove zemlje, istakao je već nisku stopu zamene (odnos prosečne zarade zapo-

Tabela 3. Stopa prinosa penzijskih fondova od njihovog osnivanja do kraja 2007. godine (realne stope prinosa i odnos učešće RoR u BDP-u)

	Godine uvođenja drugog stuba	Realna stopa prinosa u %	učešće RoR u BDP-u u %
Bugarska	2002	3.2	0.5
Estonija	2002	4.9	0.6
Mađarska	1998	2.6	0.6
Letonija	2001	-3.5	-0.3
Litvanija	2004	5.7	0.7
Počjska	1999	8.9	2.2
Slovačka	2005	0.9	0.1

slenih i prosečne penzije) što je ostvareno već u drugom stubu penzijskih fondova, ali u isto vreme stvorene su mogućnosti za preduzimanje reformskih poduhvata koji će poboljšati performanse penzijskih fondova i u kratkom i u dugom roku.

4. POČETNA REAGOVANJA EKONOMSKE POLITIKE ZE- MALJA ECA REGIONA USLED DELOVANJA GLO- BALNE FINANSIJSKE KRIZE

Sve zemlje ECA regiona snažno su pogođene globalnom finansijskom krizom, a sa aspekta delovanja na njihove penzijske sisteme, najpre je gotovo šokiralo fiskalnu poziciju državnih penzijskih sistema, zbog čega su sve zemlje započele da razmatraju i realizuju promenu mera ekonomske politike koje su usmerene prema ključnim stubovima, kao što je to predstavljeno u Tabeli br. 3. Trenutna briga je usmerena na poboljšanje fiskalne ravnoteže budžeta u smislu smanjivanja naraslog budžetskog deficita, što je proizvelo neophodnost stvaranja dodatnih izvora prihoda državnim penzijskim sistemima, dakle, prvom stubu, ili kresanje javnih rashoda kako bi se omogućilo održivo finansiranje državnih penzija. Međutim, od krea-

tora ekonomske politike se zahteva da budu svesni da mere koje stvaraju kratkoročne koristi mogu obuhvatiti i dodatne troškove.

Nekolicina zemalja kao što su Rumunija i Rusija, preokrenule su dosadašnji pravac kretanja penzijskih sistema skorašnjim uvođenjem kresanja stopa doprinosa. Kresanjem odnosno smanjivanjem stopa doprinosa imalo je za cilj da se smanje troškovi rada poslodavcima, i da se podrže učesnici na zvaničnom tržištu rada, dakle, da se ne utiče na povećanje rada na crno, ali se menja pravac u svetlu krize i neophodnosti prihoda.

Pojedine zemlje koje su uvele drugi stub kao što su Estonija, Letonija i Litvanija i Rumunija smanjile su stope doprinosa u drugom stubu, dok su povećale stope doprinosa u prvom stubu. U slučaju Rumunije, Rumunija je odložila planirano povećanje stope doprinosa u drugom stubu. Privremeno ovo povećanje prihoda i ublažavanje tekućeg smanjenja prihoda, ali zaposleni će se suočiti sa smanjenjem prihoda na njihovim računima u drugom stubu nakon penzionisanja u okviru obaveznog dobrovoljnog penzijskog osiguranja, znači drugog stuba, što će za posledicu imati smanjenje penzija u drugom stubu. Budući da su stope doprinosa u prvom stubu veće nego što su stope doprinosa u drugom stubu,

FINANSIJE

ove zemlje očekuju da će državni program penzija financirati višim stopama doprinosa u prvom stubu nadoknadu za smanjenje penzija u drugom stubu. Fiskalni uticaj ovih mera u kratkom,

dugom roku i trade off zavisiće od učesnika u svakom penzijskom sistemu. veličine promene doprinosa, ali i zbog favorizovanja državnog ili pojedinačnog programa penzionisanja.

a) Političke akcije	(b) Usvojeno	(c) Razmatrano
Promene u Ukupnoj stopi doprinosa	- Rumunija: od 27.5% 2008. godine do 31.3%. - Rusija: od 20% do 26%, i doprinosi se kreću od osnovne penzije na NDC-penziju. - Makedonija: Postepeno smanjenje stope penzijskog doprinosa od januara 2009. (2008. godina - 21.5% , 2009. - 19%, 2010. -16.5% and 2011 - 15%) i plaćanja doprinosa na osnovu bruto plata (uključujući i bonuse itd) umesto neto. - Crna Gora*: od 21% u 2008. do 20% u 2010. godini	Bugarska*: od 23% do 21% u 2010. godini i onda postepeno stopom od 18% do 2013. godine Litvanija: povećanje od 2% počevši od januara 2010. godine
Prilagođavanje stope doprinosa drugog stuba	- Rumunija: Stope doprinosa za 2. stub zamrznuti na 2% (umesto zakonskog povećanja na 2,5%) - Litvanija: Stope doprinosa za 2. stub smanjiti od 5.5% do 2% u 2009 i 2010, da bi se povećale do 6% za 2012-2014. - Estonija: Preusmeravanje doprinosa 2. stuba na doprinose 1. stub u 2009 i 2010, ponovo kreće od 2% doprinosa od obavezne stope u 2011., a 4% u 2012., uz mogućnost visokog 2. stub doprinosa od 6% u 2014.-17. da nadoknadi trenutna smanjenja. - Letonija: Stope doprinosa za 2. stub smanjena sa 8% do 2% u maju 2009., povećanjem do 4% u januaru 2010. i 6% u januaru 2011. i preostalih na ovom nivou (2. stub stopa doprinosa da se podigne na 10% u 2010. pre uvedenih amandmana)	
Mogućnost izbora ulaska / izlaska iz drugog stuba	- Slovačka: Prva opcija (jan-jun 2008) i druga opcija (novembar 2008. - jun 2009.) za prelazak u / iz drugog stuba. - Mađarska: Oni koji su stariji od 52 godine na dan 31. decembra 2008., bice dozvoljeno da se vratit na prvi stub samo do 31. decembra 2009.	
Početak rada drugog stuba dobrovoljno za ulazak novih	- Slovačka: Drugi stub - učešće za nove učesnike dobrovoljno od januara 2008.	
Promena Indeksacija / Smanjenje Minimalne osnovne penzijske naknade	- Srbija : Obustavljanje Indeksacije (usklađivanja) za 2009. i 2010. uz povratak na zakonski obavezno indeksiranje na osnovu inflacije nakon 2010. po dogovoru Vlade sa MMF	- Letonija: ukidanje indeksiranja penzija na osnovu rasta zarada

FINANSIJE

	- Mađarska: Ukidanje 13. penzije; indeksacija da bude između Švajcarske ili čiste indeksacije na osnovu kretanja inflacije u zavisnosti od rasta BDP na sledeći način: (i) rast BDP od < 3%, 100% inflacija; (ii) rast BDP između 3-4%, 20% plata, 80% inflacija; (iii) rast BDP između 4-5%, 40% plata, 60% inflacija; i(iv) rast BDP od >5%, Švajcarska indeksacija.	- Estonija: Promena indeksiranja ako je ostvarena negativna stopa rasta ili deficit prvog stuba je veći od jedan posto
	- Hrvatska: Suspenzija indeksacije u 2010	- Rumunija: Promena načina indeksiranja od zarada do inflacije
	- Letonija: prvi stub penzije se smanjuju (nezaposleni korisnici 10%; zaposleni korisnici 70%)	- Ukrajina: Suspenzija indeksacije u 2010.
	- Makedonija: indeksacije penzija na 20% -50% bruto plate-IPC indeksacija od jula 2009. do decembra 2009.; će se vratiti na 50% -50% bruto plate-IPC indeksacije početkom januara 2010.	- Moldavija: Suspenzija indeksacije u 2010
		- Litvanija: Smanjenje penzija (redovna penzija na osnovu progresivne skale od 3,3% - 12,4%, u proseku po 5%, državne penzije-bez uplate doprinosa penzija dodaci za policiju, vojsku, žrtve represije, penzije za posebna priznanja – između 5%-20%, penzije za nezaposlene korisnike smanjene na osnovu visine prihoda od 2,5% do 50%) počevši od decembra 2009.
		- Ukrajina: Povećanje godina penzionisanja na 62 za muškarce i žene
		- Rumunija: Izjednačavanje penzionisanja žena sa muškarcima u 65 godina.
Povećanje godine stosti	- Mađarska: Povećanje starosne dobi od 62 do 65 do 2012.	
		- Hrvatska: Povećanje godina penzionisanja za žene na 65 - Poljska: Povećanje godina penzionisanja za žene i muškarce na 67 do 2030.
Mere za prevremeno penzionisanje	- Poljska: eliminaciji brojnih ranih penzionionih šema (prethodno na raspolaganju za oko 1 milion ljudi). - Mađarska: Povećanje kazni za rano penzionisanje i uvođenje bonusa za kasniji odlazak u penziju. - Letonija: Smanjenje rano penzionisanje od 80% normalnog penzionisanja, do 50% od normalne starosne penzije. Rano penzionisanje više neće biti opcija od 1. januara 2012.	- Ukrajina: Postepena eliminacija specijalnih i režima preranih penzija - Rumunija: eliminacija posebnih penzijskih planova i ranog penzionisanja
Garantovani doprinosi drugog stuba	- Kosovo: Garantovana nominalna vrednost doprinosa za one koje se penzionišu krajem 2008. i 2009	

Ostale zemlje su dovodile uvođenje ili su razmotrile uvođenje opcije odnosno mogućnosti, da pojedinci koji su izabrali kombinaciju prvog i drugog stuba, dakle, da su osiiguranici obaveznog državnog i obaveznog privatnog penzionog osiguranja, pređu samo na prvi stub. Zemlje koje pripadaju ovoj grupi obuhvataju Mađarsku i Slovačku.

Slično smanjenju stope doprinosa drugom stubu, ova mera stvara dodatne prihode prvom stubu, ali ova mera je ekstremnija, ona maksimizira obe veličine i veličinu promene, ali i dužinu trajanja te promene. Uvođenjem prelaznog članstva (ortakluka), posebno tako približavanja penzijskih stubova, prelaskom na prvi stub ustupanjem trenutnih prihoda predstavlja dobit za prvi stub i može obezbediti bezbednije penzijske naknade za one koji se penzionišu kada je vrednost finansijske imovine na naročito niskom nivou. Proširivanje ove opcije odnosno mogućnosti na mlađe članove kao i rizike učlanjenja novih članova predstavlja:

- dodatnu neizvesnost za državne finansije ako budući prihodi i rashodi budžeta zavise od budućih pojedinačnih odluka,
- dodatnu neizvesnost za tržište penzijskih fondova pošto bu-

duće tržišne veličine sada postaju nepredvidive,

- politički pritisak da se omogući zamena odnosno prelazak učesnika prvog stuba u drugi stub kada se vrednost finansijske imovine rapidno poveća,
- veću neizvesnost za pojedince zbog smanjenja diverzifikacije njihovih prihoda u starosti,
- i visokofiskalno opterećenje za budžet u budućnosti.

Dodatna grupa zemalja je izvršila promenu ili razmatra realizaciju promene načina uvođenjem indeksiranja penzija. U ovu grupu spada Srbija, koja je zamrzнула nominalni iznos državne penzije, dakle, penzije u prvom stubu, tokom 2009. i 2010. godine, u reagovanju na smanjenje prihoda fonda i opšteg budžetske prihoda. Ne postoji zemlja koja je zaista smanjila nominalne penzije čak i onda kada zakonom propisana indeksacija zahteva smanjenje kao meru odgovora na smanjenje nominalnih zarada.

U mnogim zemljama drugi stub fundiranih penzija morao je da reaguje na smanjenje cene finansijske imovine, prenošenjem kapitala u obliku običnih akcija i ulaganjem u finansijske instrumente s fiksnim prinosom. Međutim, ovaj iznos nepotrebno je kapitalizovao gubitak u

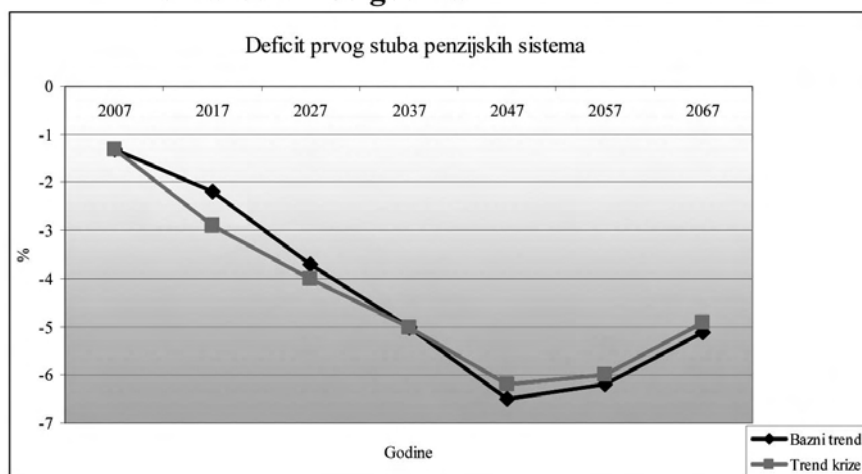
investicionim portfolijima penzijskih fondova i gubitak mogućnosti ostvarivanja kapitalnog gubitka, kada se cene finansijske imovine vrate na početni nivo pre izbijanja krize. Budući da penzijski fondovi predstavljaju oblik dugoročne štednje oni bi trebalo da budu usmereni na dugoročne performanse i da izbegnu pokušaje paničnog kretanja finansijskog tržišta.

5. STVARNA KRIZA JOŠ POSTOJI I SNAŽNO POGAĐA SVA TRI STUBA

Uprkos bolu koji su morale ove zemlje da podnesu tokom globalne ekonomske i finansijske krize, uticaj

ove krize izvan ovog prostora u poređenju s onim s čim će se ove zemlje uskoro suočiti kao region je nastavak starenja stanovništva. To je racionalno sagledavanje snažnije verzije krize od globalne finansijske i ekonomske krize koja sledi, a to je uticaj demografske krize koja nadolazi kao što se može videti u Grafikonu br. 5. Naime, očekuje se da se deficiti penzijskih sistema utrostruče u narednih četrdesetak godina, a s čim su se ove zemlje već suočile u prethodnom periodu. To je jedan od najvećih problema penzijskih sistema u ovim zemljama zbog čega se očekuje da će se nivo deficita zadržati za više od 20 godina pre nego što se postepeno poboljša.

Grafikon 5. Projektovana ravnoteža penzijskih sistema u narednih 60 godina



Kreatori ekonomske politike trebalo bi da budu oprezni u njihovom reagovanju na ekonomsku i finansijsku krizu kako ne bi ugrozili narednu koja neumitno dolazi.

U prethodnoj krizi vlade su morale da reaguju na povećanu nezaposlenost olakšavajući odlazak u prevremenu i invalidsku penziju. Sadašnje povećanje broja penzionera će pomeriti baznu liniju deficita daleko više kako se potencijalni prihodi penzijskih fondova budu smanjivali i kako se rashodi penzijskih fondova budu povećavali. Povećanje stope doprinosa u pojedinim penzijskim sistemima povećaće buduće obaveze. Transferom (prenosom) doprinosa iz drugog stuba u prvi stub, takođe, obuhvata povećanje budućih obaveza u prvom stubu.

6. NEOPHODNOST REFORMISANJA PRVOG STUBA: POBOLJŠANJE FISKALNE ODRŽIVOSTI PRE NEGO ŠTO IH POGODI VELIKA KRIZA

Velika kriza gore predstavljena nastaje zbog nepovoljnih demografskih kretanja s kojima se suočava većina ovih zemalja, ali i od pojedinih mera ekonomske politike koje su one preduzele. Pre 1990. godine,

većina ovih zemalja imala je penzijske sisteme koji su bili nedopustivo darežljivi, posebno posmatrano u svetlu odlaska u starosnu penziju. Većina zemalja, na jedan ili drugi način, poboljšale su svoje penzijske sisteme. Dogodile su se suštinske reforme kasnih 1990. godina, kao i početkom ove decenije, najčešće u vremenu kada je to politički bilo izvodljivo, i kreatori ekonomske politike oslonili su se. Poznato je da u većini slučajeva oni nisu ostvarili fiskalnu održivost, ali prepoznali su da oni zahtevaju jasno vreme da apsorbuju suštinske promene već učinjene. Od svih preduzetih reformi koje su sprovedene, kriza izazvana demografskim promenama je najgora.

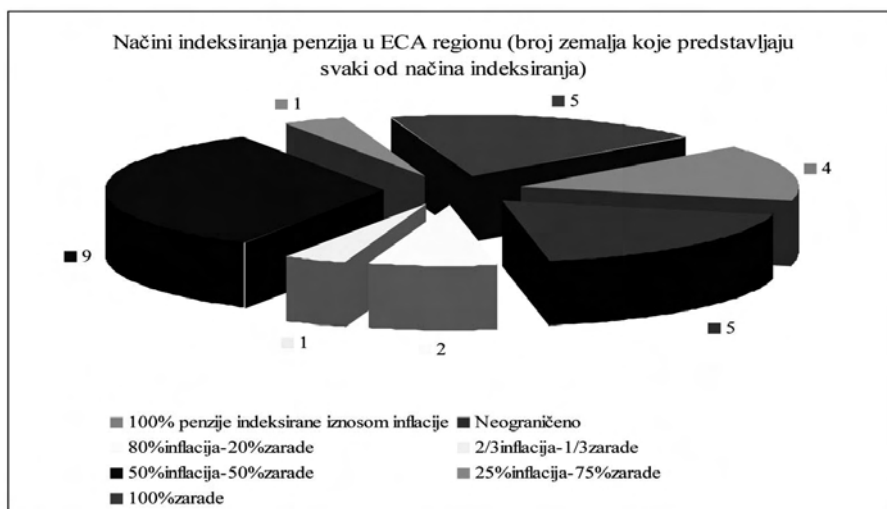
6.1. Promene u indeksiranju penzija u odnosu na kretanje stope inflacije

Većina zemalja u regionu održavaju pojedine elemente rasta zarada u indeksiranju penzija povećavajući subvencije penzionerima nakon penzionisanja, iako međunarodna najbolja praksa i praksa u zemljama EU i OECD pmera se prema indeksiranju penzija samo u odnosu na inflaciju. Pre preduzetih reformi većina zemalja indeksirala je penzije u odnosu na

rast zarada, a Grafikon 2. pokazuje aranžmane tekućeg indeksiranja u regionu. Kao što Grafikon 5. poka-

ubezbeđuje bolji način fiskalne održivosti na dugi rok, ukratko re- dak predlog pobeđe-pobeđe.⁵

Grafikon 5. Načini indeksiranja penzija u zemljama ECA regiona

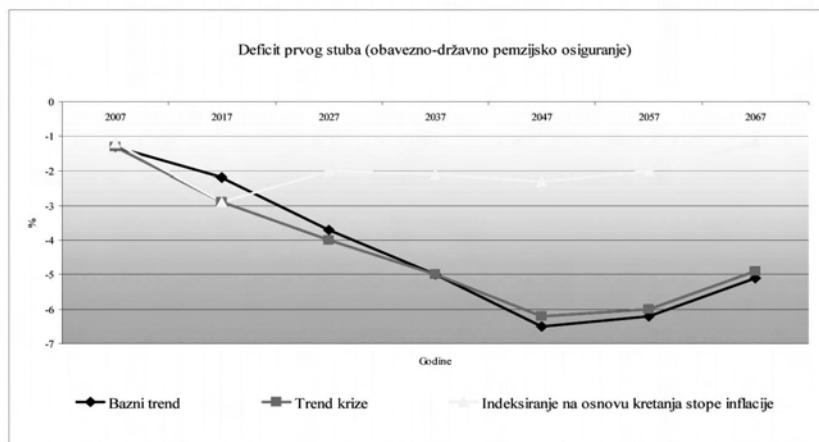


zuje samo četiti zemlje od 27 zema- lja za koje postoje podaci prate međunarodnu najbolju praksu, znači da se penzije indeksiraju 100 % u iz- nosu rasta inflacije. Ostale 23 ze- mlje nastavile su da uključuju neke elemente rasta zarada u indeksaciju penziju nakon penzionisanja. Pro- mena u načinu indeksiranja penzija samo na osnovu inflacije, tokom kri- ze moglo bi na bolji način da zaštiti penzionere u kratkom roku održava- jući njihovu kupovnu moć, ali u isto vreme, ovakav način indeksiranja

Grafikon 6. predstavlja uticaj promene indeksiranja penzija na osnovu inflacije u ovim pretposta- vljenim zemljama. Sve dok postoje veoma mali inicijalni fiskalni troškovi, data indeksacija na osnovu zarade trebalo bi da smanji penzije u kratkom roku, korist je bolja zaštita

⁵ Međunarodna praksa predlaže da se zara- de pre penzionisanja ponovo vrednuju ko- rišćenjem prosečne stope rasta zarada, dok se penzije nakon penzionisanja indek- siraju iznosom inflacije.

Grafikon 6. Projektovani deficiti penzijskih sistema sa promenom načina indeksiranja penzija na osnovu kretanja stope inflacije



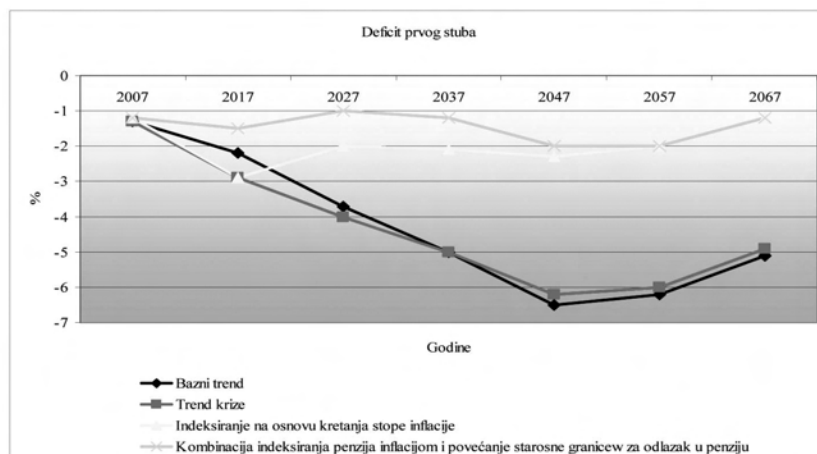
izloženih penzionera u kratkom roku kao i vrlo važno fiskalno poboljšanje u dugom roku.

6.2 Povećanje starosne granice za odlazak u penziju

Dok većina zemalja članica OECD je već povećala starosnu granicu za odlazak u starosnu penziju i to i za žene i za muškarce granica je 65 godina pa i više od 65 godina, većina ECA nastavilo je da dozvoljava penzionisanje muškaraca koji su mlađi od 65 godina i odlazak žena u penziju daleko mlađih od muškaraca. Prosečna starosna dob za odlazak u starosnu penziju je jednako mlađa nego zakonom propi-

sana starosna dob za odlazak u penziju starosnu za polovinu ili više novih penzionera penzionisanih mlađih nego što je zakonom propisano za odlazak u penziju zato što su prethodne privilegije odobravale za mnoga zanimanja pre ulaska u tranziciju. Dok je očekivani životni vek muškaraca značajno niži nego što je u zapadnoj Evropi, pogotovo u zemljama kao što su Rusija, očekivano trajanje naknade penzije je duže za muškarce i jednako i više duže za žene nego što je u zapadnoj Evropi. Ako se godine starosti za odlazak u starosnu penziju povećaju na 65 godina, po stopi od šest meseci svake godine, tokom promene indeksira-

Grafikon 7. Projektovani deficiti penzijskih sistema u uslovima indeksiranja penzija inflacijom i povećanjem starosne granice za odlazak u penziju



nja penzija u odnosu na kretanje stope inflacije, dugoročni uticaj bi suštinski bio daleko uspješniji kao što pokazuje Grafikon br. 7.

6.3. Promovisanje javne svesti o penzijskom sistemu kao predmetu debate

Sa starenjem (nadolazeća demografska kriza) stanovništvo će povećavati dodatne iznose štednje novca za sopstveni period penzionisanja, ako oni žele da imaju darežljive penzijske naknade. Šema finansijskog opismenjavanja, i kampanja povećavanja svesti informisanja je važna za izgradnju javnog razumevanja o neophodnosti reformisanja

državnog programa penzijskog osiguranja i neophodnosti da pojedinačna štednja dopuni skromne iznose državnih penzija.

7. REFORME DRUGOG STUBA

Kriza takođe razotkriva pojedine (neke) posebne ranjivosti drugog stuba penzijskog sistema u regionu: (i) ranjivost penzijskih naknada tokom akumuliranja i deakumuliranja faza- ma ćudljivog kretanja finansijskog tržišta, (ii) regulatorna ograničenja koja obeshrabruju preuzimanje rizika i rezultiraju u nižem prinosu učesnika penzijskih fondova, (iii) neophodnost snažnijeg razvoja tržišta kapitala.

7.1. Obezbeđivanje boljeg osiguranja za fundirane penzijske naknade

Životni ciklus penzijskog portfolija pruža različito alociranje portfolija za pojedince u različitim godinama starosti njihove životnog ciklusa, mlađi pojedinci snažnije investiraju u visokorizične, visokoprinosne vlasničke HOV dok stariji pojedinci u manje rizične, manje prinosne državne obveznice i na taj način optimiziraju očekivanu vrednost budućih penzija. Mnoge zemlje u ECA regionu uključujući Poljsku, Bugarsku, Hrvatsku, Makedoniju i Rumuniju, dozvoljavaju menadžerima penzijskih fondova da ponude portfolio koji se sastoji samo od jedne HOV. Obavezna regulatorna ograničenja i konkurentno ponašanje, portfoliji na kraju postaju veoma slični među različitim fondovima. Kao posledica, pojedinci s različitim portfolijima zahtevaju da se suoče sa opcijom pojedinačnog portfolija. Ovo rešenje je nepovoljno iz perspektive životnog ciklusa portfolija, nameće rizičniju situaciju za generacije koje su bliže starosnoj dobi za odlazak u starosnu penziju i ne stvara dovoljno visok prinos za mlađe generacije.

Dve druge potencijalne mere koje zemlje mogu uzeti u obzir su: (i)

obezbeđivanje osnovne garancije za doprinose članova penzijskih fondova, kao što je nulta stopa prinosa, i (ii) povećanje fleksibilnosti fondova tokom vremena konvertovanja iz balansiranih fondova (pojedinačnih računa) u rente kako bi se izbegla prinudna prodaja imovine i konverzija ako starosna dob za odlazak u penziju koincidira s periodom kada je vrednost imovine niska. Prva mera može pomoći povećanju poverenja u penzijski sistem za one pojedince koji moraju vrednost svoje imovine da smanje dramatično. U drugoj meri, pojedinci mogu da izaberu datum na koji oni mogu da zamene njihove balansirane individualne račune u rente pre nego budu prinuđeni da ih konvertuju na datum kada oni dospevaju da odu u starosnu penziju. Bolje osiguranje uz mere sličnih ovoj i zamena životnog ciklusa portfolija će sprečiti zahtev da se dozvoli starijim članovima da pređu na državni sistem penzijskog osiguranja tokom vremena krize.

7.2. Ubrzanje regulatornih i supervizorskih reformi koje treba da rezultiraju u boljim stopama prinosa

Mnoga sadašnja regulatorna i supervizorska praksa ne obezbeđuje neophodnu opciju investi-

ranja, regulisanje investicija, utvrđivanje kriterijuma performansi, i ekonomske podsticaje za diverzifikacijom portfolija. Manje restriktivnih regulatornih ograničenja koja podstiču prihvatanje rizika. Predmet prave supervizije, regulisanje treba da podstakne investiranje na osnovu nižih troškova kolektivnog preuzimanja koji promovišu međunarodnu diverzifikaciju portfolija. Prekomerno poverenje u performanse fondova kao što su minimalni garantovani prinos, ne negativni prinosi, ograničavaju međunarodnu diverzifikaciju portfolija i ograničavaju investiranje putem kolektivnog preuzimanja (UCITS Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities – ugovaranje kolektivnih investicija u prenosive HOV)) što može obeshrabriti menadžere penzijskih fondova da prihvataju rizik, koji deluje na stope prinosa koji se može pripisati učesnicima fonda. Dok se upotreba minimalnog relativno garantovanog prinosa široko koristi među zemljama koje su uvele drugi stub, u pojedinim zemljama parametri su takođe jasni, odnosno striktni. Pored toga, pojedine zemlje i garantovanje apsolutnog prinosa i davanje saglasnosti na samodefinisane strategije investiranja.

kombinacija ova tri faktora verovatno vodi uvođenju konzervativne strategije portfolija penzijskog fonda. Kao način dugoročne održivosti portfolija penzijskog fonda, regulatori treba da omoguće međunarodnu diverzifikaciju portfolija. Kolektivno ugovaranje je efikasan način diverzifikovanja portfolija penzijskih fondova po nižim troškovima. Ali menadžeri penzijskih fondova će investirati putem ovih skupljih instrumenata samo ako se provizija plaća fondu.

Ukidanje neprofitabilnih ograničenja na administrativne, odnosno upravljačke provizije. Iako menadžeri penzijskih fondova naplaćuju visoke provizije, što je još uvek ogroman problem u pojedinim zemljama, opasnost utvrđivanja gornje granice može obeshrabriti zdrave investicije penzijskih fondova. Sve ECA zemlje imaju nametnute gornje granice provizija koje naplaćuju društva za upravljanje penzijskim fondovima (PFMCs Pension Fund Management Companies - društvo za upravljanje penzijskim fondovima) i u praksi provizije obično održavaju maksimalni iznos dozvoljen od strane regulatornih tela, dok u pojedinim zemljama struktura provizije rezultira u zdravom profitu za društvo za upravljanje penzijskim

fondovima, u drugima kao što su Slovačka i Rumunija čvrsto određena gornja granica provizije je smetja razvoja sektora dobrovoljnog penzijskog osiguranja. U ovom slučaju društvo za upravljanje penzijskim fondovima nestavlja dovoljno akcenat na diverzifikaciju portfolija i nudi atraktivne oblike štednje članovima penzijskih fondova. Menadžeri penzijskih fondova su danas odvraceni od investiranja u finansij-sku imovinu drugačiju od onih finansijskih instrumenata koji nude nizak prihod i fiksni prinos zato što dodatni troškovi su pokriveni investiranjem u drugu imovinu koja nije pokrivena ograničenjima u provizijama.

Fleksibilnija metodologija vrednovanja tokom perioda nelikvidnosti. Poslednji, ali ne najmanje vredan, metodologija vrednovanja trebala bi biti pripremljena u slučajevima i trebalo bi da se izbegne nefer prenos bogatstva između članova penzijskog fonda. Kako finansijska tržišta postaju nelikvidna, mogu se videti važni izazovi u oblasti vrednovanja imovine. Po pravilu izbegavanje oportuno ponašanja tokom kriza od strane društva za upravljanje dobrovoljnim penzijskim fondovima, pravila vrednovanja trebala bi da omoguće fer poređenje prinosa

između različitih penzionih fondova. Navedeni model mogao bi privremeno zameniti praksu (označenog) obeležavanja tržišta, ali supervizori bi trebalo da ojačaju svoje napore da osiguraju u korišćenju modele vrednovanja imovine. Označavanje tržišta trebalo bi da bude ponovo re-zimirano tako brzo kako tržište postane ponovo likvidno.

7.3. Izgradnja finansijskog tržišta sa obveznicama indeksiranih stopom inflacije

Mada penzioni fondovi mogu pomoći razvoju domicilnog tržišta kapitala, vlada bi trebalo takođe da preduzme proaktivne mere, uključujući razvoj tržišta obveznica koje su indeksirane iznosom inflacije. Razvoj domaćeg tržišta kapitala smanjuje zavisnost od stranih izvora finansiranja, ali takođe nudi neophodne instrumente investiranja penzijskim fondovima i društvima za osiguranje koje se bave poslovima životnog osiguranja koja se teško kupuju na finansijskim tržištima koja su „plitka“ u smislu postojanja veoma malog broja finansijskih instrumenata, uključujući i dugoročne državne obveznice koje su indeksirane stopom inflacije. Razvoj domicilnog tržišta kapitala zahteva aktivan pristup od strane vlade u pripremanju finansij-

ske infrastrukture i unapređivanju emisije državnih obveznica indeksirane iznosom inflacije.

ZAKLJUČAK

Mada je finansijska kriza snažno pogodila penzijske sisteme u zemljama ECA regiona, stvarna kriza tek nastupa. Uprkos problemima koje ove zemlje treba da podnesu tokom globalne finansijske i ekonomske krize, uticaj ove krize bleđi u poređenju na ono s čim će se ove zemlje uskoro suočiti, sa starenjem, odnosno demografskim problemom. Preporuke za kratkoročno prilagođavanje obuhvataju:

- ne ubrzavati i ne činiti promene dugoročnih reformskih postupaka oslanjanjem na kratkoročne instrumente,
- korišćenje prednosti krize upućivanjem na dugoročne reformske postupke koji će pomoći kada demografska kriza pogodi ove zemlje.

Preporuke za dugoročno prilagođavanje obuhvataju.

Prvi stub

- promene ka indeksiranju penzija nakon penzionisanja na osnovu kretanja stope inflacije,
- povećanje starosne granice za

odlazak u penziju i izjednačavanje starosne granice za odlazak u penziju muškaraca i žena,

- unaprediti društvenu svest o tome da će državne penzije biti neophodno manje darežljive nego što su bile u prošlosti.

Drugi stub

- pružiti bolje uslove osiguranja u odnosu na kolebanja finansijskih tržišta tokom perioda pozitivne i negativne štednje (akumuliranja i deakumuliranja)
- ubrzati regulatorne i supervizorske reforme koje će omogućiti penzionim fondovima da zarade bolje stope prinosa za svoje članove,
- proaktivno angažovanje na razvoj tržišta kapitala naročito jačanjem ponude obveznica koje su indeksirane iznosom inflacije.

LITERATURA

1. Robert Holzmann, Richard Hinz, (2005) *Old-Age Income Support in the 21st Century*, The World Bank, Washington DC.
2. Robert Holzmann, Csaba Feher, Hermann von Gersdorff, (2009) „Were Financial Systems in CESE

- Countries Prepared for the Challenges of Multipillar Pension Reform?“ u zborniku radova pod naslovom, *Aging Population, Pension Funds, and Financial Markets*.
3. Robert Holzmann and Ufuk Guven (2009) *Adequacy of Retirement Income after Pension Reforms in Central, Eastern, and Southern Europe Eight Country Studies*, The World Bank and Erste Stiftung.
 4. Augusto Iglesias P. (2009) „Linking Pension Reform and Financial Market Development: The Experience of Latin America, u radu *Pension Reform in Southeastern Europe Linking to Labor and Financial Market Reform*, urednici Robert Holzmann Landis MacKellar Jana Repanšek, Ljubljana Slovenija.
 5. Robert Holzmann and Ufuk Guven, (2009) *Adequacy of Retirement Income after Pension Reforms in Central, Eastern, and Southern Europe Eight Country Studies*, The World Bank, working paper, Washington, DC.
 6. Robert Holzmann (2006) *Aging Population, Pension Funds, and Financial Markets Regional Perspectives and Global Challenges for Central, Eastern, and Southern Europe*, The World Bank, Washington, DC.
 7. William Dillinger (2009), *Srbija: Kako sa manje uraditi više- Suočavanje sa fiskalnom krizom putem povećanja produktivnosti javnog sektora*, dokumenat Svetske banke,
 8. Anita M. Schwarz (2006) *Pension System Reforms*, Working paper of the World Bank.
 9. Will Bartlett, Merita Xhumari, (2007) „Social Security Policy and Pension Reforms in the Western Balkans“ *European Journal of Social Security*, Volume 9- No.4.
 10. Anita Schwarz at all. (2009), *Pensions in Crisis: Europe and Central Asia Regional Policy Note*, Document of the World Bank.
 11. Robert Holzmann and Richard Hinz (2005) *Old-Age Income Support in the 21st Century-An International Perspective on Pension Systems and Reform*, The World Bank Washington, D.C.
 12. Boško Mijatović, Dragor Hiber, (2008), *Kapitalizacija penzijskog osiguranja u Srbiji*, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd.
 13. Gordana Matković, Jurij Bajec, Boško Mijatović, Boško Živković, Katarina Stanić, (2009), *Izazovi uvođenja obaveznog privatnog penzijskog sistema u Srbiji*, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd.
 14. Nicholas Barr (2009) „Reforma penzija: Principi, analitičke greške

- i pravci javnih politika“ Konferencija pod nazivom „Penzione reforme u Srbiji iz međunarodnog i regionalnog aspekta“, Beograd.
15. Lindeman David, Rutkowski Michal, Sluchynskyy Oleksiy, (2000), *The Evolution of Pension Systems in Eastern Europe and Central Asia: Opportunities, Constraints, Dilemmas and Emerging Practices*, Book 2, OECD.
16. Stanovnik Tine, *Penzione reforme u Centralnoj, Istočnoj i Južnoj Evropi*, Radni dokument, Ekonomski fakultet i Institut za ekonomska istraživanja, Ljubljana.
17. Ostojić, S., (2007), *Osiugranje i upravljanje rizicima*, Data Status, Beograd.
18. Skipper H. D. and Known W. J., (2007), *Risk Management and Insurance: Perspectives in Global Economy*, Blackwell Publishing, Oxford, United Kingdom.

Rad primljen: 28. 10. 2011.

UDK: 343.85:343.53:336.741.1(497.11);

343.85:343.9.024:3367(497.11)

JEL: G 20

Stručni rad

UTICAJ MAKROEKONOMSKIH I SOCIJALNIH FAKTORA NA RAZVOJ BANKARSKOG SEKTORA ZEMALJA CENTRALNE I ISTOČNE EVROPE U USLOVIMA RECESIJE

***EFFECTS OF MACROECONOMIC AND SOCIAL
FACTORS ON BANKING SECTOR DEVELOPMENT
IN CEE COUNTRIES IN RECESION***

**Dr Zoran GRUBIŠIĆ, Beogradska bankarska akademija, Beograd
Ma Maja PAUNOVIĆ, Fakultet za menadžment, Novi Sad**

Rezime

Između sektora bankarstva na jednoj strani i ekonomskog i socijalnog razvoja zemlje na drugoj strani postoji tesna i uzajamna veza. Na razvoj bankarskog sektora utiču brojni ekonomsko-demografski faktori kao što su: BDP, monetarna i valutna stabilnost, stopa zaposlenosti, sklonost građana ka štednji, priliv stranog kapitala, stepen obrazovanja, nivo kulture stanovništva, starosna struktura građana i mnogi drugi faktori. Finansijski sektor zemalja Centralne i Istočne Evrope još uvek nije izašao iz recesije.

Poverenje u bankarski sektor, ali i ceo finansijski sistem, nije u potpunosti vraćeno, jer je u poslovanju finansijskih institucija još uvek prisutna visokorizična aktiva.

Ključne reči: BANKARSKI SEKTOR, SVETSKA EKONOMSKA KRIZA, MAKROEKONOMSKA I SOCIJALNA STABILNOST

Summary

There is a tight relationship between banking sector and economic and social development. Various economic and demographic factors such as: GDP, monetary and currency stability, employment rate, household deposit potential, the inflow of foreign capital, education and cultural level of the population, age structure of population, etc., affect the development of banking sector. The financial sector of CEE countries is still struggling with recession. Since there is a presence of highly risky assets, banking sector as well as the whole financial sector did not manage to fully gain back the lost confidence of the population in CEE countries.

Key words: BANKING SECTOR, GLOBAL ECONOMIC CRISIS, MACROECONOMIC AND SOCIAL STABILITY

UVOD

Ekonomski analitičari smatraju da hipotekarna kriza koja trenutno potresa ceo svet u mnogo čemu podseća na najveću svetsku ekonomsku krizu iz 1929. godine. Pored toga, saglasni su u stavu da je nastanku, a kasnije i razvoju finansijske krize doprinelo puštanje tržišta da samo reši krizu koju je izazvalo. Globalna finansijska i ekonomska kriza se

ubrzo prelila iz finansijskog u sektor privrede „što potvrđuje da su ekonomska politika i privredni subjekti u kombinaciji sa sistemskim nedostacima doprineli sveopštem širenju i produbljivanju krize“¹. Činjenica

¹ Bošnjak, M., *Globalna finansijska i ekonomska kriza i njen uticaj na privredu i finansije Srbije*, Ministarstvo finansija Republike Srbije, januar 2011, Beograd, str. 8

je da globalni finansijski sistem, kao deo sistema tržišne privrede, u uslovima recesije nije mogao da opstane bez finansijske pomoći razvijenih država i njihovog preuzimanja ključne uloge u ublažavanju krize.

Međunarodni monetarni fond (IMF) je od sredine 2007. godine (kada su se manifestovali prvi znaci finansijske krize u Sjedinjenim Američkim Državama) do kraja prve polovine 2011. godine objavio niz publikacija u kojima su dati pregledi globalnog ekonomskog rasta pre, u toku krize, ali i predviđanja dinamike razvoja makroekonomskih parametara u narednom periodu. Prema ovim izveštajima ekonomski rast zemalja članica EU27 u godinama pre nastanka finansijske krize kretao se u rasponu od 2.2 % (u 2005. godini) do 3.5 % (u 2006. godini). Podaci pokazuju da se bruto domaći proizvod Sjedinjenih Amričkih Država kao i država Evrozone kretao se u rasponu od 1.7 % do 3.1 %. Posmatrano po regionima, najveći ekonomski rast u datom periodu imale su zemlje Centralne i Istočne Evrope koje su zabeležile stope rasta od 6.4 %².

Najniži bruto domaći proizvod zabeležen je u 2008. godini u Sjedi-

njenim Američkim Državama. Zemlje Centralne i Istočne Evrope ostvarile privredni rast od 3.2%, što je duplo manje u poređenju sa 2006. godinom. U 2009. godini su svi posmatrani regioni imali negativne stope privrednog rasta, pri čemu je najveće smanjenje zabeleženo kod EU27 i zemalja Evrozone. Recesija i kolaps, ne samo američkog finansijskog tržišta već finansijskih tržišta evropskih i vanevropskih zemalja, nastupile su u drugoj polovini 2008. godine sa slomom subprimarnog i drugorazrednog hipotekarnog tržišta koje je glavni uzročnik nastanka krize. Prvi vidljivi znaci svetske ekonomske krize u zemljama Centralne i Istočne Evrope uočeni su u finansijskom sektoru (pad likvidnosti i otežana reforma finansijskih institucija) najpre na tržištu kapitala u vidu povlačenja stranih investitora.

1. GLOBALNA FINANSIJSKA I EKONOMSKA KRIZA - POSLEDICE PO PRIVREDU CENTRALNE I ISTOČNE EVROPE

Brz ekonomski rast Centralne i Istočne Evrope, u godinama pre nastupanja finansijske krize, zasnovan je na predimenzioniranoj javnoj i ličnoj potrošnji i ekspanziji agregat-

² IMF, *World Economic Outlook*, Appendix, April 2011

ne tražnje. U uslovima svetske ekonomske krize privredni rast je usporen, smanjen je obim domaće tražnje i izvoza usled pada uvozne tražnje u Evropskoj uniji i svetu. Činjenica je da globalna finansijska i ekonomska kriza iz temelja pogađa razvijene ekonomije, ali i zemlje u razvoju i da sa sobom donosi negativne efekte koji su se u Srbiji i zemljama u regionu reflektovali kroz:

- usporavanje privrednog razvoja;
- povećanog odliva kapitala;
- smanjenje stranih direktnih investicija;
- smanjene dostupnosti finansijskim sredstvima;
- otežanu naplatu potraživanja i

- povećanu nelikvidnost finansijskog sektora.

U Tabeli 1. dat je prikaz privredne aktivnosti odabranih zemalja Centralne i Istočne Evrope (CEE). U periodu pre nastupanja finansijske krize jedina država koja je uspela da ostvari dvocifreni bruto domaći proizvod bila je Crna Gora (10.7 % u 2007. godini). U periodu od 2005. do 2008. godine navedene države su iz godine u godinu ostvarivale bruto domaći proizvod u nivou proseka zemalja Centralne i Istočne Evrope. Izuzetak je bila Mađarska, koja je u posmatranom periodu beležila tri do pet puta niži društveni proizvod od proseka.

Tabela 1. Stope rasta BDP (u %) u zemljama CEE

	<i>Ostvarenje</i>					<i>Procena</i>			
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2016
Srbija	5.6	5.2	6.9	5.5	-3.1	1.8	3.0	5.0	5.0
Hrvatska	4.2	4.7	5.5	2.4	-5.8	-1.4	1.3	1.8	3.0
BiH	4.0	6.1	6.1	5.7	-3.1	0.8	2.2	4.0	5.0
Crna Gora	4.2	8.6	10.7	6.9	-5.7	1.1	2.0	3.5	3.8
Makedonija	4.4	5.0	6.1	5.0	-0.9	0.7	3.0	3.7	4.0
Rumunija	4.2	7.9	6.3	7.3	-7.1	-1.3	1.5	4.4	4.0
Bugarska	6.4	6.5	6.4	6.2	-5.5	0.2	3.0	3.5	4.0
Mađarska	3.5	3.3	0.8	0.8	-6.7	1.2	2.8	2.8	3.2
CEE	5.9	6.4	5.5	3.2	-3.6	4.2	3.7	4.0	3.9

Izvor: IMF, World Economic Outlook, April 2011, Appendix

Sa početkom finansijske krize u 2008. godini kod svih zemalja (izuzetak je Rumunija) primećuje se osetan pad privredne aktivnosti. Početak recesije u zemljama Centralne i Istočne Evrope počinje 2009. godine kada sve zemlje odlaze u crvenu zonu. Na nivou celog regiona, za samo dve godine, došlo je do pada privredne aktivnosti za 6.8 p.p. (u 2008. godini 3.2 % u 2009. godini -3.6 %). Privreda Rumunije ostvarila je najnižu stopu bruto domaćeg proizvoda, -7.1%, što je dva puta više u odnosu na prosek regiona.

Prvi nagoveštaji postepenog prevazilaženja recesije su vidljivi u 2010. godini kada je u državama Centralne i Istočne Evrope primećan izlazak iz negativne zone bruto društvenog proizvoda (izuzetak su Hrvatska i Rumunija koje su imale negativan privredni rast, ali znatno manji u poređenju sa prethodnom godinom). Najveći napredak u borbi protiv ekonomske krize pokazale su Mađarska, Crna Gora i Bugarska. Rast bruto domaćeg proizvoda u Srbiji u 2010. godini bio je dinamičniji u odnosu na pojedine

zemlje u regionu pre svega zbog oporavka privredne i spoljnotrgovinske aktivnosti, rasta izvoza i deprecijacije dinara.

Srbija, kao zemlja koja prolazi kroz tranzicioni period i pripada grupi zemalja u razvoju, indirektno je osetila domino efekat globalne finansijske krize.

Za razliku od razvijenih evropskih privreda, u Srbiji je „rizik gutitka kapitala u finansijskom sektoru minimalan, jer su plasmani u tom sektoru bili nerizični (potrošački krediti, hipotekarni krediti i krediti privredi)“³. Negativni efekti finansijske krize bili su praćeni već postojećim makroekonomskim neravnotežama u privredi Srbije (visoki budžetki i spoljnotrgovinski deficit).

Prelivanje krize na relani sektor usporilo je privrednu aktivnost Srbije koja se ogleda u: padu bruto domaćeg proizvoda (BDP); opadanju industrijske proizvodnje; padu građevinske aktivnosti; smanjenju spoljnotrgovinske razmene i prometa u trgovini na malo; manjem prilivu stranog kapitala i investicionih ulaganja.

³ Golubović, N., *Anatomija globalne finansijske krize i implikacije za zemlje Centralne i Istočne Evrope*, Ekonomska tema br. 2, Ekonomski fakultet u Nišu, Niš, 2009, str. 488

Podaci Svetskog ekonomskog foruma (*World Economic Forum*) za 2010. godinu⁴ pokazuju da je konkurentnost privrede Srbije na niskom nivou i da je situacija krajnje alarmantna. Od ukupno 139 analiziranih država Srbija je po visini indeksa rasta konkurentnosti (*The Growth Competitiveness Index - GCI*⁵) zauzela 96. mesto i tako pogoršala svoju poziciju u odnosu na prethodne dve godine (pad od 3 i 11 pozicija, respektivno). U grupi zemalja Centralne i Istočne Evrope Srbija je zauzevši 96. mesto posle Bosne i Hercegovine (102. mesto) bila najlošije rangirana država. U poređenju sa prethodnim godinama Bosna i Hercegovina, Crna Gora, Makedonija, Bugarska i Mađarska su uspele da poboljšaju indeks rasta konkurentnosti, dok su Srbija i Hrvatska svoj rejting pokvarile, a Rumunija stagnirala u odnosu na prošlu godinu. Naša zemlja se najlošije kotira kada je reč o efikasnosti tržišta robe i sofisticiranosti biznisa (125. pozicija), a najbolje na polju zdravlja i osnovnog obrazovanja (50. mesto)⁶.

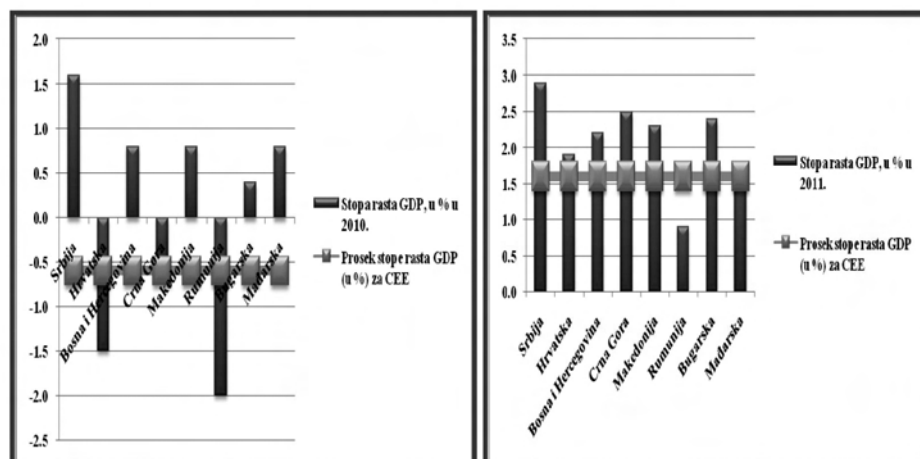
Prema izveštaju Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD - Growth in Real GDP) zemlje u našem okruženju su u 2010. godini ostvarile realni rast bruto domaćeg proizvoda u odnosu na prethodnu godinu. Zanimljivo je da su najveći pomak napravile Crna Gora i Rumunija (rast od 5.1 p.p.), koje su u grupi zemlja Jugoistočne Evrope ostvarile najveći rast privredne aktivnosti, ali su ujedno bile jedine sa nižim bruto domaćim proizvodom od regionalnog proseka. Postepen izlazak iz krize i recesije primetan je i u Srbiji koja je u prošloj godini imala najveću privrednu aktivnost u regionu sa ostvarenih 1.6 % (ili 4.7 p.p. više u odnosu na 2009. godinu). Sledile su je Bosna i Hercegovina, Makedonija i Mađarska sa 0.8 %, dok su se u začelju liste našle Rumunija i Hrvatska (-2.0 % i 1.6 %, respektivno). Prema analizi EBRD i u 2011. godini privredna aktivnost regiona centralne i istočne Evrope će nastaviti sa pozitivnim trendom rasta (Grafikon 1).

⁴ World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2010-2011*, 2010

⁵ GCI počiva na 12 stubova: institucije, infrastruktura, makroekonomska stabilnost, zdravlje i osnovno obrazovanje, viši nivoi obrazovanja (srednje i visoko) i obuka, efikasnost tržišta robe, efikasnost tržišta rada, sofisticiranost finansijskog tržišta, tehnološka opremljenost, veličina tržišta, poslovna sofisticiranost i inovacije.

⁶ World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2010-2011*, 2010

Grafikon 1. Stope rasta bruto domaćeg proizvoda u zemljama CEE za 2010. godinu (leva strana grafikona) i projekcije za 2011. godinu (desna strana grafikona)



Izvor: EBRD, Growth in real GDP, October 2010

Analitičari MMF-a u narednim godinama prognoziraju da će sve zemlje Centralne i Istočne Evrope nastaviti pozitivan trend rasta bruto društvenog proizvoda. Najdinamičniji rast privredne aktivnosti se očekuje u 2016. godini (izuzetak su Srbija i Rumunija). Međutim, snižavanje kreditnog rejtinga Sjedinjenih Američkih Država mogao bi da ugrozi finansijski sistem Evrope. Potencijalni, drugi talas ekonomske krize u zemlje Centralne i Istočne Evrope mogao bi da se prelje preko zemalja Zapadne Evrope. Da opasnost preti zemljama u našem regionu pokazuje i podatak da se dužnička kriza veoma brzo prelila na Evropu: posle Portugala, Grčke i

Irske, bankrotirale su Italija i Španija, treća i četvrta država po veličini u evrozoni. Zemlje Centralne i Istočne Evrope novi talas recesije dočekuju potpuno nespremno. Finansijski i privredni sistem je veoma oslabljen svetskom ekonomskom i finansijskom krizom, pa se opravdano postavlja pitanje koje će mere vlade ovih zemalja sprovesti u cilju odbrane od naleta novih problema. Ono što ovim zemljama, u koje se ubraja i Srbija, može da predstavlja najveće probleme su: povećanje nivoa nezaposlenosti, dalji pad stranih direktnih investicija, skok bankarskih kamata, manjak likvidnih sredstava, pad izvoza i uvoza (javne potrošnje).

2. NIVO ZAPOSLENOSTI U BANKARSKOM SEKTORU CEE

Socijalni uslovi predstavljaju važan faktor za razvoj ekonomije, finansijskog i bankarskog sektora kako u svetu tako i u Centralnoj i Istočnoj Evropi koja je negativne efekte svetske ekonomske krize osetila kroz povećanje stope nezaposlenosti. Ako uzmemo u obzir činjenicu da se gornja granica dozvoljene stope nezaposlenosti na razvijenim tržištima rada kreće između 3 % i 4 % (ukoliko izuzmemo negativne faktore svetske eko-

nomske krize) nije teško zaključiti da zemlje Centrane i Istočne Evrope imaju veliki problem zbog niske stope zaposlenosti.

Na osnovu objavljenih podataka Evropske komisije o nivou nezaposlenosti u zemljama članicama EU (i kandidatima za članstvo) možemo videti poziciju Srbije u odnosu na susedne države. Tabela 2 prikazuje stope nezaposlenosti u uslovima svetske ekonomske krize u kojoj sve zemlje u našem okruženju (sa izuzetkom Bugarske i Rumunije) beleže veću stopu nezaposlenosti od proseka EU27.

Tabela 2. Stopa nezaposlenosti u zemljama centralne i istočne Evrope u periodu od 2007. do 2010. godine sa projekcijama za naredni period

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Srbija	18.1	13.6	17.4	20.2	20.0	19.4	18.8
Hrvatska	9.6	8.4	9.2	9.5	9.0	8.5	8.0
BiH	n. a	n. a	24.1	27.2	23.0	21.0	20.0
Crna Gora	n. a	n. a	11.2	12.2	11.5	11.3	11.1
Makedonija	34.9	33.8	33.0	32.0	31.0	30.0	29.0
Rumunija	6.4	5.8	6.3	7.2	7.1	6.5	5.8
Bugarska	6.9	5.6	6.8	8.3	7.6	6.6	5.7
Mađarska	7.4	7.8	10.1	10.8	10.3	9.3	8.7
EU27	7.1	7.0	8.9	9.8	9.7	n. a	n. a

Izvor: Republički zavod za statistiku; Ministarstvo finansija, European Commision, European Economic Forecast, Spring 2010, European Economy, 2/2010, European Economic Forecast, Spring 2011, European Economy, 2011

Srbija je u prethodne dve godine imala nižu stopu nezaposlenosti jednino od Makedonije i Bosne i Hercegovine, koje u regionu zauzimaju prvu i drugu poziciju po broju nezaposlenih lica. U 2010. godini u svim zemljama u regionu (osim u Makedoniji) nastavljen je trend povećanja stope nezaposlenosti. Ukoliko se složimo sa stavom da kriza i recesija po pravilu ne jenjavaju sve dok se ne zaustavi ili ublaži rast nezaposlenih lica, zabrinjava podatak da se i u naredne dve godine ne očekuju bitnije promene na tržištu rada u Centralnoj i Istočnoj Evropi.

U zemljama članicama EU27 stopa zapošljavanja u bankarskom sektoru su znatno niže u odnosu na zemlje Centralne i Istočne Evrope i kreću se u rasponu od 0.5 % do 1.8 %. Treba napomenuti da ovaj podatak ne ukazuje na nizak nivo razvijenosti bankarskog sektora, već naprotiv, pokazuje nepostojanje bankocentričnog sistema koji je prisutan u Srbiji i zemljama u regionu. Za razliku od razvijenih tržišta na kojima su institucionalni investitori značajni „igrači“, u zemljama koje imaju nedovoljno razvijen finansijski sistem, oni su u početnoj fazi razvoja. Koliko je veliki obim poslovanja osiguravajućih kompanija najbolje ilustruje podatak da je u delatnosti

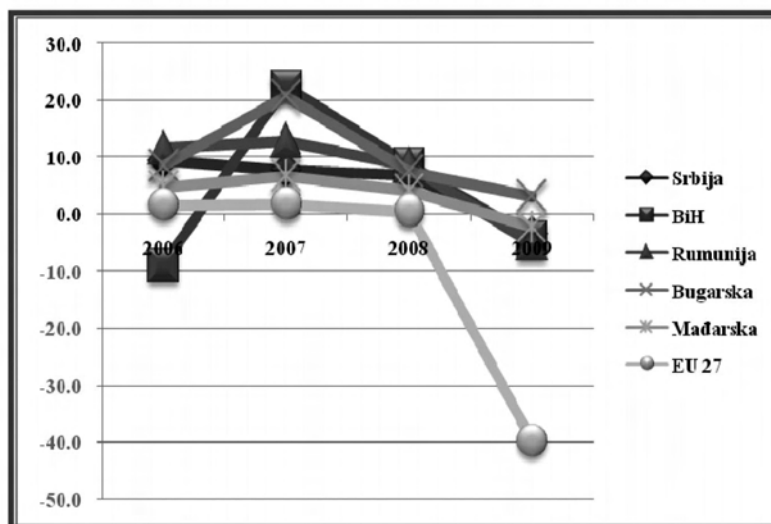
osiguranja „početkom 21. veka u SAD bilo zaposleno oko dva miliona ljudi“⁷, dok je u 2010. godini industrija osiguranja zapošljavala 2,238 miliona (ili 39%), a bankarski sektor 1,733 miliona ljudi (ili 31%)⁸. U zemljama EU27 u posmatranom periodu Nemačka, Velika Britanija i Francuska zapošljavale su više od polovine ukupnog broja ljudi koji rade u delatnosti osiguranja u Evropskoj uniji.

Na kraju 2009. godine broj zaposlenih lica u bankarskom sektoru Evropske unije smanjen je za oko 40 % u odnosu na 2008. godinu (grafikon 2). U zemljama centralne i istočne Evrope smanjenje stope zaposlenosti primećeno je u 2009. godini (izuzetak je Bugarska koje je zabeležila rast od 3.1 %). Najveći pad zaposlenosti ostvarile su: Rumunija (5.2 %), Bosna i Hercegovina (4.3 %), a sledile su ih Srbija (3.6 %) i Mađarska (2.3 %). Da bi zemlje centralne i istočne Evrope obezbedile veću stopu zaposlenosti i izašle iz recesije potrebno je obezbeđivanje kontinuiranog i dinamičnog privrednog rasta zasnovanog na po-

⁷ Mishkin, F., Eakins, S. G., *Financial Markets and Institutions*, 3rd edition, Addison-Wesley, Reading MA, 2000, str. 552

⁸ Insurance Information Institute

Grafikon 2. Stope rasta broja zaposlenih lica u bankarskom sektoru u EU27 i zemljama centralne i istočne Evrope, u periodu od 2006. do 2009. godine



Izvor: Narodna banka Srbije, Izveštaji o bankarskom sektoru, European Central Bank: EU Banking Structures 2010, Agencija za bankarstvo Federacije BiH

većanju obima izvoza, štednje građana kao i na većem prilivu stranih investicija. U poslednje tri godine pad zarada dovodi u pitanje egzistenciju velikog broja ljudi koji u Centralnoj i Istočnoj Evropi žive na ivici siromaštva, takođe utiče na smanjenje obima trgovine, koje može da ima dalekosežne i opasne posledice po privredu u celini.

Nakon demokratskih promena u Srbiji nastupilo je doba privatizacije. Neuspele privatizacije i ekonomske

reformе za posledicu su imale postepeno povećanje stope nezaposlenosti na tržištu rada u Srbiji. Umesto ekspanzije zaposlenosti, u privatnom sektoru i u novoprivatizovanim kompanijama, izvršen je proces restrukturiranja radne snage koji je samo fiktivno povećao stopu zaposlenosti. U realnosti u 2006. godini (kada je priliv stranih direktnih investicija dostigao rekordnih 3.5 miliona evra) izmerena je rekordno visoka stopa nezaposlenosti od 21 %. Naj-

niži zabeležen nivo nezaposlenosti u 2008. godini (13.6 %) nije bio posledica otvaranja novih radnih mesta i povećanja nivoa zaposlenosti, već promene načina vođenja evidencije⁹ od strane nadležnih službi. Od ukupno 7.3 miliona stanovnika¹⁰ u Srbiji (bez Kosova i Metohije) u 2010. godini bilo je zaposleno 1,795 hiljada lica, od toga je 75.4 % lica bilo zaposleno u preduzećima, ustanovama, zadrugama i organizacijama, dok je 441,000 lica radilo u privatnom preduzetništvu¹¹. Stopa nezaposlenosti iznosila je 20.2 % što je za 2.8 p.p. više nego u 2009. godini.

Od početka svetske finansijske krize do kraja 2009. godine bez radnih mesta je ostalo oko 200,000 ljudi, koji su bili zaposleni u finansijskom sektoru (bankarski sektor i sektor osiguranja). Na osnovu podataka koji su izloženi na Grafikonu 3. možemo da konstatujemo da je finansijski sistem Srbije već godina unazad po kriterijumu broja zaposlenih lica bankocentričan.

Međutim, podaci ukazuju da se u poslednjih pet godina učešće zaposlenih u bankarskom sektoru postepeno smanjuje čime se ublažava dominacija bankarskog sektora. Najveći rast zaposlenih lica u bankarskom sektoru zabeležen je 2005. i 2006. (9.4%) kada su strane banke putem merđžera ili akvizicija preuzele vlasništvo nad domaćim bankama, odnosno kada se ukazala povećana tražnja za stručnim kadrom u ovom sektoru.

3. KRETANJE MEĐUBANKARSKIH KAMATNIH STOPA

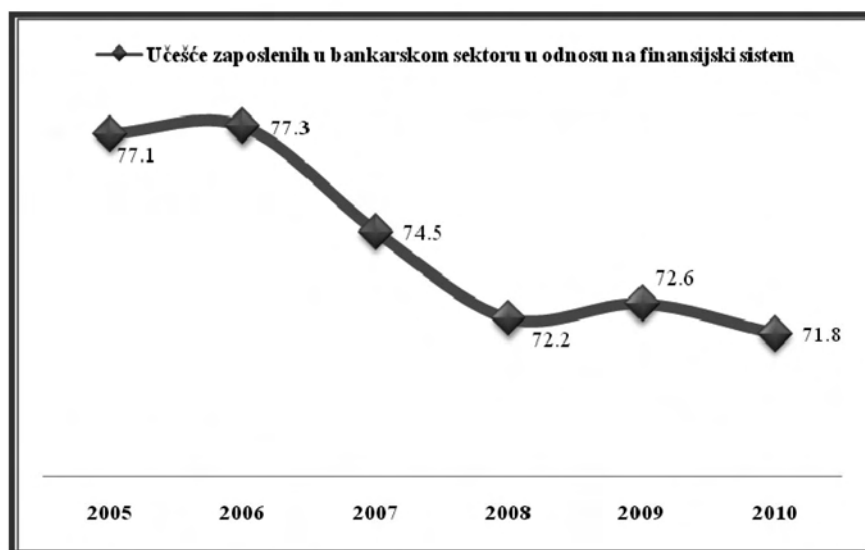
Rast kamatnih stopa banka bio je jedan od prvih indikatora koji su „pretili“ globalnoj ekonomiji. Jaz između kamatnih stopa, pod kojima su poslovne banke plasirale slobodna sredstva i referentnih kamatnih stopa evropskih centralnih banaka, vremenom je postajao sve veći sa produbljivanjem svetske ekonomske krize. Iako su centralne banke

⁹ Veliki broj nezaposlenih samo je prividno dobio radno mesto jer je u evidenciji prebačen u kategoriju „pomažući članovi domaćinstva“. Ova pojava najčešća je bila u ruralnim predelima i za cilj je imala značajno povećanje broja „aktivnog stanovništva“ u poljoprivredi.

¹⁰ Podaci Republičkog zavoda za statistiku: Najnovija procena broja stanovnika urađena je 1.1.2010. godine

¹¹ Podaci Republičkog zavoda za statistiku

Grafikon 3. Učešće zaposlenih u domaćem bankarskom sektoru u odnosu na finansijski sistem



Izvor: Narodna banka Srbije¹²

evropskih zemalja za vreme globalne recesije snižavale referentnu kamatnu stopu i međubankarsku kamatnu stopu EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate), interesantno je napomenuti da kamatne stope komercijalnih banaka nisu pratili ovaj trend¹³.

Međubankarska kamatna stopa, EURIBOR, sa početkom svetske ekonomske krize povećana je za

približno 2 p.p., odnosno sa 2.3 % u 2005. godini na 4.0 % u 2007. godini¹⁴. Zbog velikog gubitka bankarskog sektora, kamatna stopa na međubankarskom tržištu novca na bazi kojih banke pozajmljuju novac jedna drugoj, doživela je veoma oštar kratkoročan rast, naročito u oktobru 2008. godine. Tada je 12-mesečni EURIBOR dostigao svoju najveću vrednost od 5.5 %, da bi sa-

¹² Podaci Republičkog zavoda za statistiku

¹³ Narodna banka Srbije, *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu*, septembar 2008

¹⁴ <http://www.euribor-rates.eu/euribor-rate-12-months.asp>

mo pola godine kasnije (u aprilu 2009) bio na najnižem nivou od početka krize (1.8%). Bez obzira na zabeležen pad EURIBOR-a, komercijalne banke koje posluju u regionu Centralne i Istočne Evrope nisu smanjile aktivne kamatne stope. Postavlja se pitanje zašto poslovne banke u uslovima recesije nisu sledile smernice centralnih banaka i pratile trend snižavanja aktivnih kamatnih stopa¹⁵. Objašnjenje za održavanje visokog nivoa aktivnih kamatnih stopa pronalazimo u strukturi kamatne stope koja pored EURIBOR-a (baznog dela) uključuje i stepen rizika zemlje. Povećanje kamatnih stopa je rezultiralo u većem stepenu nedostupnosti kredita na prvom mestu zbog stepena rizičnosti ulaganja, nestašice kapitala, otežanog zaduživanja kod inostranih banaka i smanjenja broja cross-border kredita.

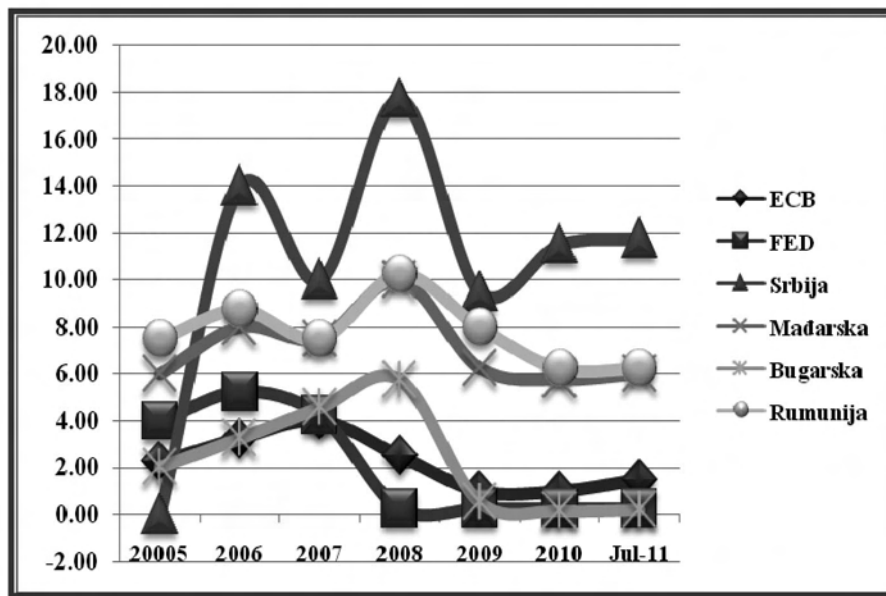
Referentne kamatne stope Evropske centralne banke (ECB) i Federalnih rezervi (FED)¹⁶ do kraja 2007. godine kretale su se u rasponu od 4.00 % do 4.25 %. Sa nastupanjem recesije na finansijskom tržištu centralne banke su odlučile sa snize referentne kamatne stope i ublaže negativne efekte krize. Tako su FED i ECB oborile kamatnu stopu na 0.25 % i 2.50 %, respektivno. Američka centralna banka od početka 2008. godine do jula meseca 2011. nije menjala nivo referentne kamatne stope, što nije slučaj sa Evropskom centralnom bankom koja je referentnu kamatnu stopu u 2009. i 2010. godini držala na nivou od 1 %, da bi je u julu 2011. povećala za 0.5 p.p.

Za razliku od razvijenih privrednih sistema koji su u uslovima globalne recesije smanjivali referentne kamatne stope, Narodna banka Srbi-

¹⁵ Podsećanja radi, treba napomenuti da se aktivna kamatna stopa sastoji od baznog dela uvećanog za marginu, dok se kod pasivne kamatne margina oduzima od baznog dela. Opširnije: Barjaktarović L., *Konkurentnost u bankarskom sektoru Srbije*, Zbornik radova: *Kuda ide konkurentnost Srbije?*, Fakultet za ekonomiju, finansije i administraciju, Beograd

¹⁶ FED kao referentnu kamatnu stopu ne koristi eskontnu stopu već međubankarsku kamatnu stopu za prekoćne pozajmice tzv. kamatnu stopu federalnih fondova, koju kontroliše svojim operacijama na otvorenom tržištu (*Open Market Operations*) trgujući Vladinim obveznicama. Visina ove stope ima direktnog uticaja na kamatne stope banaka i očekivanja privrednih subjekata.

Grafikon 4. Kretanje referentnih kamatnih stopa ECB, FED i zemalja CEE



Izvor: www.tradingeconomics.com, www.nbs.rs

je je povećavala referentnu kamatnu stopu i tako se branila od inflatornih pritisaka koji bi mogli da izazovu makroekonomsku nestabilnost. Najviši nivo referentne kamatne stope na domicilnom finansijskom tržištu zabeležen je 2008. godine i iznosio je 17.75 %. U 2009. godini Narodna banka Srbije je oborila referentnu kamatu stopu na 9.50 %, da bi je u 2010. i julu 2011. godine povećala na 11.50 % i 11.75 %, respektivno. Pored Srbije visokereferentne ka-

matne stope u 2008. godini zabeležile su i centralne banke Rumunije (10.25 %), Mađarske (10.00 %) i Bugarske (5.77 %).

Finansijski sektor Srbije i zemalja u regionu nije još uvek izašao iz recesije. Poverenje u bankarski sektor, ali i ceo finansijski sistem nije u potpunosti vraćeno, jer je u poslovanju finansijskih institucija još uvek prisutna visokorizična aktiva. Komercijalne banke zemalja Centralne i Istočne Evrope su negativne efekte svetske

ekonomske krize ublažile restriktivnijom i opreznijom kreditnom politikom, strožom klasifikacijom kreditnih i drugih potraživanja, povećanjem nivoa kapitala, održavanjem i planiranjem pozicije likvidnosti. Prema objavljenim studijama i analizama ekonomskih eksperata povratak poverenja građana u finansijski sistem moguć je sprovođenjem mera koje se baziraju na „osiguranju svih depozita u bankama, državnoj pomoći finansijskim institucijama u različitim oblicima, regulatornim merama ograničavanja primanja uprave i državnim garancijama za nove kredite privredi i bankama“¹⁷.

4. POSLOVANJE KREDITNIH INSTITUCIJA U ZEMLJAMA CEE U USLOVIMA RECESIJE

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 raz-

voj jedne zemlje. Budući da je bankarski sektor (prvenstveno hipotekarni krediti i investiciono bankarstvo) bio inicijator i uzročnik nastanka recesije, ne čudi što je upravo ovaj segment finansijskog tržišta najviše bio pogođen negativnim efektima krize. Redom su bankrotirale „nemačke, francuske, italijanske, britanske i banke drugih zemalja Evrope“¹⁸. Pored bankarskog sektora ni osiguravajuće kompanije, penzionni fondovi, lizing kompanije i druge finansijske institucije nisu ostale imune na svetsku finansijsku krizu.

Prvi vidljivi znaci svetske krize u Centralnoj i Istočnoj Evropi su uočeni u vidu pada likvidnosti i otežanih reformi finansijskih institucija. Na usporavanje privredne aktivnosti uticalo je i „povlačenje depozita stanovništva kod banaka, usporavanje kreditne aktivnosti banaka prema privredi i stanovništvu, povećanje troškova stranog finansiranja, jačanje pritiska na devizni kurs i povećanje kreditnog rizika“¹⁹. Nedostatak kapitala je poskupeo finansijska sredstva, koja su

¹⁷ Bošnjak M., *Globalna finansijska i ekonomska kriza i njen uticaj na privredu i finansije Srbije*, Ministarstvo finansija Republike Srbije, januar 2011, Beograd, str. 19

¹⁸ Bošnjak M., *Makroekonomska politika u uslovima globalne finansijske krize*, Ekonomski anali, Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd, 2008, str. 293-307

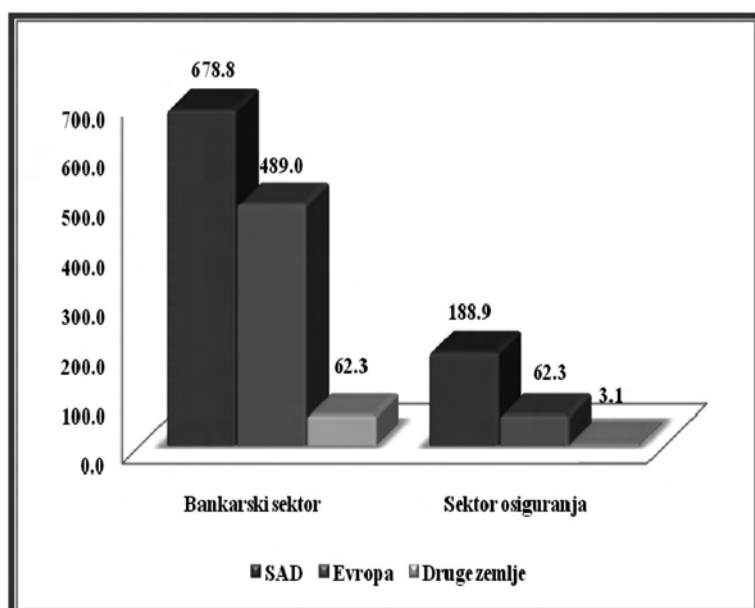
¹⁹ Bošnjak M., *Ključne makroekonomske neravnoteže kao izazov ekonomske politike*, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, 2009, str.14

već bila limitirana i time znatno usporio proizvodnju i ekonomski rast.

Prema podacima koje je početkom 2010. godine objavio Blumberg, sektor osiguranja je u uslovima svetske ekonomske krize pretrpeo gubitak od 261 milijardu dolara što je skoro pet puta manje u odnosu na bankarski sektor, 1,230 milijardi dolara (678.8

gubitak Sjedinjenih Američkih Država, a 489 milijardi dolara gubitak bankarskog sektora u Evropi). Posmatrano po regionima najveće gubitke pretrpelo je američko tržište osiguranja, čija se šteta procenjuje na 189 milijardi dolara, a sledilo ga je evropsko tržište (69 milijardi dolara)²⁰. Zaključno sa januarom 2010. godine

Grafikon 5. Gubitak u poslovanju bankarskog i sektora osiguranja (u mlrd. USD) u svetu zaključno sa januarom 2010. godine



Izvor: OECD, The Impact of the Financial Crisis on the Insurance Sector and Policy Responses, April 2010

²⁰ OECD, *The Impact of the Financial Crisis on the Insurance Sector and Policy Responses*, April 2010, str.12

najveće gubitke u sektoru osiguranja zabeležile su osiguravajuće kompanije: AIG (rekordnih 98,2 milijarde dolara)²¹, ING Gropur N.V. (18,6 milijardi dolara), Ambac Financial Group Inc (12 milijardi dolara) i Aegon NV (10,7 milijardi dolara).

Podaci Svetskog ekonomskog foruma (*World Economic Forum*)²² za 2010. godinu pokazuju da je stabilnost bankarskog sektora (*Soundness of Banks*) Srbije na najnižem nivou u grupi zemalja centralne i istočne Evrope. Od ukupno 139 analizirane države, Srbija je prema kriterijumu stabilnost bankarskog sektora, u okviru stuba 8: Razvoj finansijskog tržišta (*8th Pillar: Financial Market Sophistication*) zauzela 115. mesto i tako pogoršala svoju poziciju u odnosu na prethodne dve godine (pad od pet pozicija). U grupi zemalja Centralne i Istočne Evrope sve zemlje su u poređenju sa 2008. i 2009.

²¹ Najveća američka osiguravajuća kompanija American International Group (AIG) je spasena od bankrotstva otpustom duga od strane Federalnih rezervi. Opširnije: Filipović S., *Srpska privreda na udaru ekonomske krize*, Kopaoonik biznis forum 2009, Savez ekonomista Srbije, Beograd

²² *World Economic Forum, The Global Competitiveness Report 2010, 2011*

godinom pogoršale rang (izuzetak je Hrvatska koja je u 2010. zadržala nivo iz 2008. godine). Jedino je Make donija, u prethodnoj godini, uspela da poboljša poziciju sa 79. na 78. mesto. Posle Srbije najlošije su bile kotirane Bugarska (105. pozicija), Bosna i Hercegovina (100. mesto) i Rumunija (97. pozicija).

ZAKLJUČAK

Svetska ekonomska kriza se preko finansijskih institucija, na prvom mestu banaka, koje su bile prisutne na američkom finansijskom tržištu, prelila u Evropu i smanjila raspoloživa finansijska sredstva, koja su izazvala pad likvidnosti u svetu, poskupljenje kredita i usporavanje globalnog privrednog razvoja. Ključne posledice krize ogledaju se u povećanju nivoa nelikvidnosti, padu proizvodnje i izvoza, velikom broju finansijskih institucija (naročito banaka) koje su bankrotirale, milionima ljudi koji su ostali bez radnog mesta kao i smanjenju stope zaposlenosti. Posledice svega prethodno navedenog su pad životnog standarda i porast stope siromaštva na globalnom nivou. U uslovima recesije smanjenje bruto domaćeg proizvoda i pad životnog standarda loš znak za finansijski sektor.

Poverenje u bankarski sektor, ali i ceo finansijski sistem nije u potpunosti vraćeno, jer je u poslovanju finansijskih institucija još uvek prisutna visokorizična aktiva. Komercijalne banke zemalja Centralne i Istočne Evrope su negativne efekte svetske ekonomske krize ublažile restriktivnijom i opreznijom kreditnom politikom, strožom klasifikacijom kreditnih i drugih potraživanja, povećanjem nivoa kapitala, održavanjem i planiranjem pozicije likvidnosti. Prema objavljenim studijama i analizama ekonomskih eksperata povratak poverenja građana u finansijski sistem moguć je sprovođenjem mera koje se baziraju na osiguranju svih depozita u bankama, državnoj pomoći finansijskim institucijama u različitim oblicima, regulatornim merama ograničavanja primanja uprave i državnim garancijama za nove kredite privredi i bankama.

U protekloj godini mnoge države su izmenile stavove o vođenju tekuće ekonomije, i ako je suditi po izveštajima eminentnih svetskih institucija (*World Bank, European Central Bank ECB, European Bank for Reconstruction and Development EBRD, Organisation for Economic Co-operation and Development OECD, International Monetary Fund IMF*) svetska ekonomska kriza

je i pored promena u vođenju ekonomije, imala snažan uticaj na privredna kretanja u 2010. godini. Mnoge vodeće svetske ekonomije su još krajem 2009. godine najavljivale postepen izlazak iz finansijske krize, ali se niko od njih do danas ne usuđuje da prognozira tempo i intenzitet oporavka privrede. Snižavanje kreditnog rejtinga Sjedinjenih Američkih Država mogao bi da ugrozi finansijski sistem Evrope. Zemlje Centralne i Istočne Evrope novi talas recesije dočekuju potpuno nespremno. Finansijski i privredni sistem je veoma oslabljen svetskom ekonomskom i finansijskom krizom pa se opravdano postavlja pitanje koje će mere vlade ovih zemalja sprovesti u cilju odbrane od naleta novih problema. Ono što ovim zemljama, u koje se ubraja i Srbija, može da predstavlja najveće probleme su: povećanje nivoa nezaposlenosti, dalji pad stranih direktnih investicija, skok bankarskih kamata, manjak likvidnih sredstava, pad izvoza i uvoza (javne potrošnje).

LITERATURA

1. Agencija za bankarstvo Federacije BiH (2010), *Informacija o bankarskom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine*

2. Bošnjak, M. (2011), *Globalna finansijska i ekonomska kriza i njen uticaj na privredu i finansije Srbije*, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd
3. Bošnjak, M. (2009), *Ključne makroekonomske neravnoteže kao izazov ekonomske politike*, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd
4. Bošnjak, M. (2008), *Makroekonomska politika u uslovima globalne finansijske krize*, Ekonomski anali, Ekonomski fakultet u Beogradu
5. EBRD (2010), *Growth in real GDP*
6. European Central Bank (2010), *EU Banking Structures*
7. European Commission (2010,2011), *European Economic Forecast*
8. Filipović, S. (2009), *Srpska privreda na udaru ekonomske krize*, Ko-paonik biznis forum 2009, Savez ekonomista Srbije, Beograd
9. Golubović, N. (2009), *Anatomija globalne finansijske krize i implikacije za zemlje Centralne i Istočne Evrope*, Ekonomska tema br. 2, Ekonomski fakultet u Nišu
10. IMF (2011), *World Economic Outlook*
11. Ministarstvo finansija Republike Srbije (2010), *Memorandum o budžetu i ekonomskoj i fiskalnoj politici za 2011. godinu sa projekcijama za 2012. i 2013. godinu*
12. Mishkin, F., Eakins, S. G. (2000), *Financial Markets and Institutions*, 3rd edition, Addison-Wesley, Reading MA
13. OECD (2010), *The Impact of the Financial Crisis on the Insurance Sector and Policy Responses*
14. World Economic Forum (2010, 2011), *The Global Competitiveness Report*
15. www.euribor-rates.eu/euribor-rate-12-months.asp
16. www.iii.org
17. www.nbs.rs
18. www.stat.gov.rs
19. www.tradingeconomics.com

Rad primljen: 12. 07. 2011.

UDK: 339.92:330.123.6:336.225.61

JEL: E 62

Stručni rad

PRUŽANJE USLUGA MEĐUNARODNE RAZMENE INFORMACIJA U PORESKIM STVARIMA

INTERNATIONAL EXCHANGE OF INFORMATION IN TAX MATTERS

Doc. dr Snežana STOJANOVIĆ
Pravni fakultet, Kragujevac

Rezime

Razmena informacija u poreskim stvarima značajan je element međudržavnih odnosa. Poštovanjem različitih principa i standarda u ponašanju propisanih međunarodnim aktima i nacionalnim zakonima, omogućuje se slobodan protok informacija između država i rešavanje važnih poreskih pitanja. Ovo je od posebnog značaja za oporezivanje subjekata koji se bave prekograničnim poslovanjem i ostvaruju prihode i u svojoj državi, ali i u inostranstvu. Rad se bavi međunarodnom regulativom razmene informacija, metodima razmene, zaštitom prava poreskih obveznika i postupanjem država u ovom procesu u skladu sa određenim principima i standardima ponašanja.

Ključne reči: RAZMENA INFORMACIJA; DRŽAVE; POREZI; PORESKI OBVEZNICI; OECD; EU

Summary

Exchange of information is an important element of the interstate relations. Respecting different behavioral principles and standards established in international acts and national laws, free flow of information and solving important tax issues are enabled. Further, this is important for taxation of subjects involved in cross-border business operations, who earned incomes in their own states, but also abroad. The article deals with international norms on information exchange, methods of exchange, protection of taxpayers' rights and states' acting in this process according to the certain principles and standards.

Key words: INFORMATION EXCHANGE; STATES; TAXES; TAXPAYERS; OECD; EU

UVOD

Razmena informacija između državnih organa predstavlja značajno sredstvo za rešavanje različitih zadataka administrativnih organa. Izuzetno je važno da, kada pojedini državni organi u vršenju svoje službene dužnosti, dođu do podataka koji mogu pomoći u obavljanju zadataka drugih državnih organa, proslede informaciju o tim podacima. Na ovaj način ubrzava se i olakšava rad državne administracije, što je značajno kako sa aspekta efikasnosti, tako i sa aspekta smanjenja administrativnih troškova. Međutim, pored razmene informaci-

ja između organa u okviru jedne države, važna je i razmena informacija između organa različitih država. Ovo je od posebnog značaja za rad policije, pravosudnih organa, poreske administracije, itd. Ipak, i pored brojnih koristi koje usluga razmene informacija donosi, potrebno je voditi računa o zaštiti prava lica na koja se informacije odnose. U ovom radu osvrnućemo se na razmenu informacija između poreskih organa različitih država, s obzirom na to da je u pitanju značajno sredstvo u borbi protiv poreske evazije, dvostrukog (ne)oporezivanja i nepravilne poreske konkurencije.

1. POJAM RAZMENE INFORMACIJA

Višestruka administrativna pomoć u poreskim stvarima obuhvata grupu mera koje države mogu preduzimati kako bi pomagale jedna drugoj u sprovođenju svojih zakona¹. U okviru ovih mera posebno se ističe razmena informacija, zbog čega poreski zakoni skoro svih savremenih država sadrže odredbe o obavezi pružanja informacija poreskim organima. Radi se o tome da u vršenju službene dužnosti poreski organi imaju ovlašćenje da zahtevaju određene informacije od poreskih obveznika i agencija za naplatu poreza (u državama u kojima su ovakve agencije ustanovljene), koji su u obavezi da odgovore na zahtev i pruže tražene informacije. Ovo ukazuje na postojanje jasne veze između poreskih obveznika i poreske administracije, što omogućuje pravovremenu i efikasnu razmenu informacija između država. Jer, kada jedna država od druge zatraži pomoć, odnosno informaciju o određenom poreskom obvezniku druga država je u obavezi da je pruži (uko-

liko postoji zaključen bilateralni ili multilateralni ugovor), a da bi informacija bila tačna i pomogla u rešavanju nekog poreskog pitanja u prvoj državi potrebno je da odnos između poreske administracije i poreskih obveznika bude prethodno uređen nacionalnim zakonom. Pri tom, poreska administracija mora postupati u skladu sa principima pravičnosti i jednakosti poreskih obveznika, transparentnosti u svom radu, a prilikom prosleđivanja traženih informacija drugim državama neophodno je i da postupa u skladu sa principom poverljivosti i zaštite prava svojih građana (poreskih obveznika) i tako spreči povredu njihovih prava upotrebom u svhe drugačije od onih navedenih u zahtevu za informacijom. U vezi s tim, potrebno je zakonsko regulisanje zaštite prava poreskih obveznika i uvođenje obaveze za državu od koje se traže informacije da obavesti poreske obveznike da je o njima prikupila određene informacije koje će proslediti drugoj državi radi upotrebe u tačno određene svrhe. Iz ovog razloga, po pravilu se nacionalnim zakonima uvode specifični standardi kojima se reguliše odnos između državne administracije i građana. Osim toga, putem ovih standarda se rešavaju i situacije u kojima bi mo-

¹ Vid.: T. Schenk-Geers, *International Exchange of Information and the Protection of Taxpayers*, Kluwer Law International, Alphen an den Rijn, 2009, pp. 9

glo doći do sukoba javnog i privatnih interesa. Za razliku od ovih, pisanih standarda, koji se uglavnom razlikuju od države do države, budući da su određeni prirodom i istorijom konkretne države, postoje i takozvani „nepisani standardi“, pravni principi, koji su slični u svim državama.²

2. MEĐUNARODNA REGULATIVA RAZMENE INFORMACIJA U PORESKIM STVARIMA

Iz navedenog se može zaključiti da se međudržavna razmena informacija u poreskim stvarima pojavljuje u slučajevima kada se radi o poreskim obveznicima koji posluju i ostvaruju prihode u najmanje dve države, odnosno u „prekograničnim situacijama“. Zato je razmena informacija važna i kao unilateralna, i kao bilateralna, odnosno multilateralna mera. Na nacionalnom nivou, ova mera uobičajeno se povezuje sa okončavanjem bankarske poverljivosti, dok se na međudržavnom nivou smatra značajnim sredstvom obezbeđivanja višestruke pomoći među državama: obezbeđivanje određenih informacija i saradnja sa poreskim organima u različitim

državama, unapređivanje višestruke pomoći u vezi sa obnavljanjem poreskih zahteva, itd. Zbog ovoga se veliki značaj pridaje tumačenju poreskih ugovora i konvencija po pitanju obaveze pružanja informacija, upotrebe dobijenih podataka i zaštite prava poreskih obveznika.

Imajući u vidu da su međudržavni poreski ugovori počeli da se zaključuju, pre svega, zbog potrebe sprečavanja dvostrukog oporezivanja u situacijama kada poreski obveznici učestvuju u prekograničnim ekonomskim aktivnostima, to je obaveza međusobne saradnje država-ugovornica njihov sastavni deo. Iz ovoga je proistekla i neophodnost razmene podataka o poreskim obveznicima-učesnicima prekograničnih aktivnosti. U ovom pogledu posebno je važna Model konvencija OECD-a (Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj; eng. *Organization for Economic Cooperation and Development*) koja predstavlja osnovu za zaključivanje međudržavnih poreskih ugovora i koja, u posebnom članu (član 26) reguliše razmenu informacija. Pored, navedene konvencije sačinjen je i *Model sporazuma o razmeni informacija u poreske svrhe* (eng. *Model Agreement on Exchange of Information on Tax Matters*). Model spora-

² *Ibidem*, str. 23-25.

zuma ne predstavlja obavezujući instrument, ali zato sadrži dva podmodela u vezi sa obavezama preuzetim od strane država-učesnika. Odnosi se na razmenu informacija kako u vezi sa civilnim, tako i u vezi sa krivičnim poreskim pitanjima. Takođe, Modelom su predviđene i dve verzije, bilateralna i multilateralna, zavisno od broja država-potpisnica. Država mora pružiti traženu informaciju nezavisno od toga da li joj je ta informacija potrebna za sopstvene poreske svrhe. Bitno je da je informacija potrebna drugoj državi radi primene njenih poreskih zakona. Ugovorne strane složile su se da nadležni državni organi moraju imati ovlašćenja da dobiju i pruže informacije od strane banaka, drugih finansijskih institucija i lica koja rade u agencijama ili kao fiducijari, kao i da dobiju i pruže informacije u vezi sa svojinskim odnosima fizičkih lica. Istovremeno, Model sporazuma sadrži klauzule o zaštiti legitimnih interesa poreskih obveznika (npr. zahtev za davanjem informacije može biti odbijen ako bi to dovelo do otkrivanja trgovačke ili poslovne tajne ili ako je informacija zaštićena primarnim interesom zastupnika klijenta).

Model sporazuma zahteva da se svaka razmena informacija tretira

kao poverljiva i da država koja zahteva informaciju dâ pismenu saglasnost da informaciju neće razmenjivati sa trećim licima ili trećim državama.

Razmena informacija u poreske svrhe može imati efekta u slučaju kada je pouzdana informacija, sa predvidivim značajem za poreske stvari konkretne jurisdikcije, dostupna ili može biti dostupna pravovremeno i kada postoje legalni mehanizmi koji omogućuju da se informacija dobije i razmeni. Ovo podrazumeva vođenje računovodstvenih izveštaja i njihovu transparentnost, u smislu dostupnosti i razumljivosti.³

Pored Modela sporazuma koji se uglavnom odnosi na države-članice, OECD je 2002. godine ustanovila i poseban Sporazum o razmeni informacija u poreskim stvarima sa državama koje nisu članice ove organizacije (eng. *Agreement on Exchange of Information on Tax Matters*) kako bi ih obavezala na pružanje informacija koje mogu pomoći u rešavanju i otklanjanju problema nepravične poreske konkurencije. Imajući u vidu da su države-potpisnice,

³ Vid.: OECD, *The OECD's Project on Harmful Tax Practices: The 2004 Progress Report*, OECD, Centre for Tax Policy and Administration, Paris, 2004, pp. 13

uglavnom, poreski rajevi (Aruba, Bermuda, Bahrain, Kajmanska ostrva, Kipar, Ostrvo čoveka, Mauricijus, Holandski Antili, Sejšeli i San Marino), zaključivanje ovog sporazuma je, u stvari, posledica stava da izbegavanje razmene informacija sa organima drugih država predstavlja jasan pokazatelj postojanja nepravilne poreske konkurencije.⁴ Inače, ovo je jedan od najvećih problema u oblasti oporezivanja prihoda od privatne štednje. Po pravilu, poreski rajevi su države koje ne pokazuju spremnost da sarađuju sa drugim državama i pružaju informacije o prihodu koji su na njihovim teritorijama ostvarili pojedinci i kompanije. Upravo zato, druge države u kojima se primenjuju visoke poreske stope trebalo bi da primenjuju određene prinudne mere u odnosu na poreske rajeve kako bi zaštitile svoje poreske sisteme od posledica nepravilnih režima poreskih rajeva. Reč je o merama kao što su: otkazivanje postojećih ugovora zaključenih sa pore-

skim rajevima ili donošenje odluke da se ne zaključuju novi ugovori sa ovim državama, o čemu je OECD dala detaljne preporuke svojim državama-članicama.⁵

Važan dokument u rešavanju pitanja međudržavne razmene informacija predstavlja i takozvana Strazburška konvencija, odnosno *Konvencija o višestrukoj administrativnoj pomoći u poreskim stvarima* (eng. *The Convention on Mutual Administrative Assistance in Tax Matters*), usvojena od strane OECD i Saveta Evrope u Strazburu 1988. godine⁶. Iako je već iste godine Konvencija mogla biti potpisana od strane država-članica OECD-a, odnosno Saveta Evrope, potpisivanje i ratifikacija naročito su intenzivirani krajem 20. veka. Ovo je, po svoj prilici, posledica različitog stava država po pitanju nepravilne poreske konkurencije i potrebe da se izbore sa štetom koju trpe usled njenog postojanja.⁷ Razmena informacija i administrativna pomoć koju

⁴ Vid.: B. J. Kiegebeld, *Harmful Tax Competition in the European Union: Code of Conduct, Countermeasures and EU Law*, Kluwerlaw, Foundation for European fiscal studies, Erasmus University, Rotterdam, 2004, pp. 102

⁵ Više vid.: S. Stojanović, *Nepravilna poreska konkurencija u Evropskoj uniji*, Pravni fakultet Univerziteta u Kragujevcu, Kragujevac, 2010, str.103-108.

⁶ Vid.: OECD and Council of Europe, *The Convention on Mutual Administrative Assistance in Tax Matters*, Twentieth Anniversary Edition, OECD, Paris, 2008

⁷ *Ibidem*, str. 128-129.

države jedna drugoj međusobno pružaju izuzetno su značajne u sprečavanju širenja nepravičnih poreških režima, zbog čega ove mere zauzimaju posebno mesto u okviru grupe aktuelnih mera koje se preduzimaju radi rešavanja nepravične poreske konkurencije.⁸

I u okviru Evropske unije, pre svega iz razloga rešavanja problema nepravične poreske konkurencije, usvojeni su određeni dokumenti kojima se reguliše međudržavna razmena informacija u poreskim stvarima. Tako je 1977. godine Evropski savet usvojio uredbu o višestrukoj pomoći nadležnih organa država-članica u oblasti direktnih i indirektnih poreza⁹ koja je revidirana 2003.¹⁰, 2004. i 2006. godine, kada su iz obuhvata pružanja pomoći i

davanja informacija isključeni indirektni porezi, a uključeni porezi na premije osiguranja¹¹. Tako sada prema uredbi države-članice imaju obavezu da razmenjuju informacije o porezu na dodatu vrednost, akcizama na alkohol i alkoholna pića, akcizama na duvanske prerađevine i porezima uvedenim na premije osiguranja. Osim navedenih, Evropska zajednica je 1992. godine usvojila posebnu Uredbu br. 12/92/EEC o razmeni podataka u vezi sa akcizama i Uredbu br. 218/92/EC koja se odnosi na automatsku razmenu podataka o porezu na dodatu vrednost naplaćenom u transakcijama na teritoriji zajednice.

Uredbom o pružanju višestruke pomoći otklanjaju se brojni problemi koji se mogu pojaviti u toku

⁸ Osim razmene informacija, u grupi aktuelnih mera nalaze se i definisanje zajedničke korporativne poreske osnovice i primena opštih pravila o sprečavanju zloupotrebe prava. Više vid.: S. Stojanović, *Nepravična poreska konkurencija u Evropskoj uniji*, op. cit., str. 109-118.

⁹ Reč je o Uredbi br. 77/799/EC usvojenoj 19. decembra 1977. godine (*Directive concerning mutual assistance of the competent authorities of the Member States in the areas of direct and indirect taxes*).

¹⁰ Uredba br. 2003/93/EC koja je stupila na snagu 15. oktobra 2003, Uredba br. 2004/56/EC koja je stupila na snagu 29. aprila 2004, Uredba br. 2004/106/EC koja je stupila na snagu 24. decembra 2004. godine i Uredba br. 2006/98/EC koja je stupila na snagu 1. januara 2007. godine.

¹¹ Upored.: T. Schenk-Geers, *International Exchange of Information and the Protection of Taxpayers*, op. cit., str. 64-65.

razmene podataka između država-članica. Regulisano je pitanje poverljivosti dostavljenih podataka i njihove upotrebe isključivo u svrhe radi koje su traženi, čime se država koja je uputila zahtev i kojoj su podaci dostavljeni obavezuje da ih upotrebi od strane nadležnih organa u vršenju njihove službene dužnosti i za ispunjavanje zadataka koji su izričito navedeni u zahtevu upućenom državi koja je informaciju prosledila. Da bi se sprečile eventualne zloupotrebe, država kojoj je upućen zahtev ima pravo da odbije pružanje informacije ukoliko opravdano smatra da bi davanje traženih podataka ugrozilo njene interese i dovelo do ozbiljne povrede prava njenih građana (poreskih obveznika) na koje se informacija odnosi.¹²

S obzirom na to da su u Evropi i svetu, naročito u drugoj polovini 20. veka, bili izraženi poreski režimi koje karakteriše postojanje takvih poreskih mera koje u velikoj meri narušavaju pravičnu poresku konkurenciju među državama, po-

treba za slobodnim protokom informacija o poreskim obveznicima i njihovim ekonomskim aktivnostima između država, još više je narasla. Pored navedenih dokumenata usvojenih od strane OECD-a i Evropske unije, obe organizacije započele su sa sprovođenjem projekata fokusiranih na sprečavanje nastanka novih i uklanjanja postojećih nepravičnih poreskih režima. Ovo govori da se borba protiv nepravične poreske konkurencije vodi na dva fronta, međunarodnom i nacionalnom. Kada je u pitanju međunarodni nivo, na kome se poseban naglasak stavlja na međudržavnu razmenu informacija, treba navesti poseban projekat koji je OECD započela 1998. Projekat o nepravičnim poreskim režimima, koji je uglavnom koncentrisan na poreske rajeve. Veoma su značajne i različite mere koje se preduzimaju u okviru Evropske unije, koja je u više maha obrazovala ekspertske grupe radi sačinjavanja izveštaja o postojanju nepravične poreske konkurencije i o njenim oblicima koji se pojavljuju na zajedničkom tržištu, a sve u cilju izrade plana akcije i preduzimanja odgovarajućih preventivnih i represivnih mera, od kojih je razmena informacija svakako jedna od osnovnih mera.

¹² Više vid.: Council Directive 77/799/EEC concerning mutual assistance by the competent authorities of the Member States in the field of direct taxation, Official Journal L 336, 27/12/1977, pp. 15-20

3. METODE MEĐUDRŽAVNE RAZMENE INFORMACIJA

Razmena informacija može se odvijati u dva oblika: kao *uska razmena* (eng. „*narrow exchange*“) i kao proširena razmena (eng. „*extended exchange*“). Pod uskom razmenom informacija podrazumeva se da su države u obavezi da razmenjuju samo informaciju potrebnu za primenu odredbi ugovora, što znači da bi bez te informacije poreski obveznik i delokrug primene ugovora bili drugačiji. S druge strane, u okviru proširene razmene pružaju se različiti podaci koji su od značaja za primenu konkretnog poreskog ugovora.¹³

U pojedinim slučajevima države pružaju informacije samo kada im se uputi zahtev; u nekima čim dođu do određenih saznanja za koja smatraju da bi bila od značaja za sprovođenje poreskog postupka u drugoj državi, a ima i slučajeva kada se razmena informacija među državama odvija spontano. U tom smislu razlikuje se nekoliko metoda međudržavne razmene informacija¹⁴:

- razmena na zahtev;
- simultana revizija;

- prisustvo istrazi u stranoj državi;
- automatska razmena;
- spontana razmena.

Pružanje informacija na osnovu zahteva upućenog od druge države (eng. *Exchange upon request*) podrazumeva da zahtev treba da zadovolji određene uslove: da bude ograničen, tj. da se odnosi na pojedinačni slučaj i da bude u skladu sa pravilom iscrpljivanja, odnosno principom supsidijarnosti. Ovo znači da tek kada država svojim uobičajenim sredstvima i izvorima ne može doći do potrebnih podataka, ima pravo da se obrati drugoj državi i od nje zatraži podatke o pojedinačnom poreskom obvezniku (fizičkom ili pravnom licu), i to isključivo radi upotrebe u postupku izričito navedenom u zahtevu. Pored principa supsidijarnosti, zahteva se i poštovanje principa teritorijalnosti kojim se zabranjuje da jedna država učestvuje u sprovođenju istrage na teritoriji druge države bez prethodnog odobrenja. Iako je ovaj metod značajan i u velikoj meri omogućuje ostvarivanje cilja razmene informacija (sprečavanje dvostrukog oporezivanja, poreske evazije i nepravilne poreske konkurencije), ipak je povezan i sa određenim rizicima. Najveći rizik predstavlja striktno tu-

¹³ Više vid.: T. Schenk-Geers, *International Exchange of Information and the Protection of Taxpayers*, op. cit., str. 94-98.

¹⁴ *Ibidem*, str. 101-127.

mačenje pravila o iscrpljivanju, jer u tom slučaju sprovođenje istrage u državi koja upućuje zahtev može „alarmirati“ poreske obveznike na njenoj teritoriji i dati im mogućnost da kontaktiraju svoje partnere u drugoj državi i obaveste ih o „opasnosti“. Tada bi zahtev upućen drugoj državi bio beskoristan, jer bi potrebni dokazi bili pravovremeno uklonjeni. Upravo iz ovog razloga, potrebno je široko tumačenje razmene informacija na zahtev i pravila o iscrpljivanju.

Simultana revizija (eng. *Simultaneous auditing*) prisutna je u državama u kojima posebne agencije sprovode postupak naplate poreza i revizije (kontrole) poreskog postupka. Ovaj metod ne podrazumeva proširivanje nadležnosti postojećih agencija, s obzirom na to da im je nacionalno pravo već priznalo pravo na prikupljanje podataka o poreskim obveznicima, već se radi o sprovođenju simultane istrage (bez zahteva upućenog od strane druge države) koju navedeni subjekti sprovode u toku vršenja nadležnosti koje su im poverene, tj. svaka država zasebno na svojoj teritoriji. Cilj ove istrage je da se kasnije izvrši razmena određenih informacija (ako to bude potrebno), kako bi se poreski obveznici sprečili da izmene podatke

koji su otkriveni. Potrebno je naglasiti da države samostalno odlučuju da li će učestvovati u razmeni informacija, pri čemu kakva god bila njihova odluka (učestvovanje ili ne) ona mora biti izričito motivisana.

Prisustvo istrazi u stranoj državi (eng. *Attending investigations abroad*) je metod u okviru koga se službeniku države koja je uputila zahtev za pružanjem određene informacije dopušta da prisustvuje sprovođenju istrage u državi kojoj je zahtev upućen. Kao što su države u obavezi da pruže traženu informaciju, tako nemaju obavezu da dopuste stranom službeniku prisustvo istrazi u poreskim stvarima. Ovakav stav se, najčešće, opravdava principom suverenosti i mogućnošću ona bude narušena jer prisustvo stranog službenika može značiti i „mešanje“ jedne države u unutrašnje stvari druge suverene države.

Automatska razmena (eng. *Automatic exchange*) predstavlja takav metod razmene informacija kada se podaci o tačno određenim kategorijama prihoda sistematski dostavljaju drugoj državi. Ovo podrazumeva da se razmena informacija odvija u tačno određenom vremenskom periodu i da se razmenjuje tačno utvrđeni obim podataka (periodičnost i kvantitet). Poreski obve-

znik nije, u svakom pojedinačnom slučaju, direktno pod istragom, budući da se pružaju podaci koji su već prikupljeni od strane samih poreskih obveznika ili nadležnih organa u toku vršenja službene dužnosti. Svrha automatske razmene informacija je sprečavanje nastanka situacije koja može dovesti do poreske evazije. A da bi se ovo postiglo, potrebno je da prethodno bude zaključen dvostruki (višestruki) poreski ugovor kojim se predviđa slobodan protok informacija i obaveza država da međusobno razmenjuju podatke o svojim poreskim obveznicima (onima čije se ekonomske aktivnosti odvijaju u najmanje dve države-ugovornice).

Spontana razmena informacija (eng. *Spontaneous exchange*) pojavljuje se u slučajevima kada nacionalni poreski organi, u toku obavljanja svoje službene dužnosti, dođu do određenih podataka o poreskim obveznicima za koje smatraju da mogu biti od značaja za sprovođenje poreskog postupka u stranoj državi. Tada te podatke dostavljaju poreskim organima druge države, iako ih oni prethodno nisu tražili. Svrha ovog metoda razmene informacija, kao i prethodnih, jeste sprečavanje dvostrukog oporezivanja i poreske evazije.

4. POSTUPANJE DRŽAVA U PROCESU MEĐUDRŽAVNE RAZMENE INFORMACIJA

U procesu međudržavne razmene informacija države su dužne da se pridržavaju određenih pravila ponašanja i standarda, koje inače moraju poštovati u međusobnim odnosima. Pre svega, transparentnost u postupanju i pružanje informacija bez traženja protivusluge predstavljaju osnovu za dobre međususedske i međudržavne odnose. Svaka, u svom postupanju svaka država mora voditi računa o sopstvenim interesima i interesima, odnosno pravima svojih poreskih obveznika. U vezi s tim, pojedinačna država ima pravo da uskrati pružanje određenih podataka drugoj državi iako bi to s jedne strane, u velikoj meri doprinelo rešavanju određenog pitanja u inostranstvu, ukoliko bi s druge, bili narušeni interesi države od koje se traži informacija ili ako bi značajnije bila narušena prava njenih građana. Iz ovog razloga, u međudržavne poreske ugovore, po pravilu se unosi klauzula o poverljivosti¹⁵.

U pogledu smernica kojima se države moraju rukovoditi u procesu međusobne razmene informacija i principa koje tom prilikom moraju

¹⁵ *Ibidem*, str. 74-75.

poštovati, značajna su pravila predviđena članom 26 OECD Model konvencije. Utvrđeno je da nadležni organi država-ugovornica razmenjuju informacije¹⁶:

- (1) ako smatraju da će to biti značajno za sprovođenje odredbi same Konvencije ili za primenu i izvršavanje nacionalnih poreskih zakona, kao i za političku raspodelu nadležnosti ili za njihovo prenošenje na lokalne organe. Razmena se odvija na ovaj način, samo ako to nije u suprotnosti sa Model konvencijom;
- (2) Svaka informacija dobijena na prethodno pomenuti način mora biti tretirana kao poverljiva, na isti način kao i informacija dobijena u skladu sa nacionalnim zakonima države koja pruža informaciju i prosleđena samo onim organima i onim licima, za čije izričito navedene potrebe je tražena. Ova lica i organi mogu koristiti informaciju samo u te svrhe, a ukoliko je informacija važna za vođenje sudskog postupka i donošenje presude, dopušteno je i da pravosudni organi imaju uvida.

¹⁶ *Ibidem*, str. 78-79.

Pored navedenog, u međunarodnim konvencijama se najčešće daje i lista poreza o kojima države mogu razmenjivati informacije. Tako se u članu 2. Strazburške konvencije navodi da države razmenjuju informacije o sledećim javnim prihodima:

- direktnim porezima na dohodak, profit i kapitalne dobitke, naplaćene od strane centralne vlasti;
- istim porezima naplaćenim od strane nižih nivoa vlasti, zatim obaveznim premijama za socijalno osiguranje i administrativnim kaznama;
- indirektnim porezima na nasleđe i poklon, opštim i pojedinačnim porezima na potrošnju i svim drugim porezima.

S druge strane, u multilateralnoj verziji OECD-a sporazuma utvrđena je lista poreza za koje su države u obavezi da razmenjuju podatke.

To su:

- porezi na dohodak ili profit, dobiti ostvareni na osnovu posedovanja lične svojine i nepokretnosti;
- porezi na kapital;
- porezi na bogatstvo;
- porezi na nasleđe i poklon, uz mogućnost proširivanja na indirektno poreze ako država tako odluči.

Imajući u vidu da se, uglavnom, razmenjuju podaci o skoro svim porezima naplaćenim na teritoriji jedne države, važno je vođenje računa o periodu na koji se podaci odnose. U tom smislu, po pravilu se dopušta njihovo retroaktivno korišćenje, odnosno uzimanje u obzir podataka koji se odnose na prethodni period u aktuelnim postupcima ili onima koji će tek biti vođeni u budućnosti. Kada je u pitanju konvencija kojom se reguliše proces razmene informacija između država, i tu se najčešće predviđa retroaktivna primena, odnosno njihova važnost i na poreske ugovore zaključene pre stupanja na snagu konkretne konvencije.¹⁷ Opravdanje za ovakav stav i regulativu nalazi se u važnosti slobodnog protoka informacija u rešavanju nepravične poreske konkurencije, kao problema koji je dobio globalne razmene.

ZAKLJUČAK

Međudržavna razmena informacija u poreskim stvarima predstavlja značajnu meru u rešavanju različitih problema sa kojima se države suočavaju u toku postupka oporezivanja svojih rezidenata, ali i nerezidenata koji na teritoriji druge države

učestvuju u određenim ekonomskim aktivnostima i ostvaruju prihode. O značaju slobodnog protoka informacija govori i činjenica da razmena informacija, uz primenu opštih pravila o sprečavanju zloupotreba i uvođenju zajedničke korporativne poreske osnovice, predstavlja jednu od osnovnih mera koje države-članice Evropske unije primenjuju u borbi protiv nepravične poreske konkurencije. Takođe, i OECD je u okviru preporuka koje je dala svojim državama-članicama, kao posebnu meru protiv nepravičnih poreskih režima, istakla razmenu informacija, a neodgovaranje na zahtev druge države za pružanjem konkretnih podataka, ocenila kao jasan pokazatelj postojanja nepravičnog poreskog režima. Pored toga, međudržavna razmena informacija u poreskim stvarima, značajna je i u otklanjanju, odnosno sprečavanju nastanka dvostrukog oporezivanja i/ili izbegavanja plaćanja poreza. Sve ovo posledica je rastuće globalizacije privrednih i ekonomskih aktivnosti i slobodnog prekograničnog kretanja pojedinaca i kompanija. I kao što svaki napredak donosi veliku dobrobit i korist čitavom svetu, tako je globalizacija povezana i sa brojnim zamkama i eventualnim štetama koje mogu biti nanete pojedinačnim država-

¹⁷ *Ibidem*, str. 90-94.

ma, a jedan od važnih koraka u sprečavanju nastaka negativnih posledica i otklanjanju onih koje su već proizvedene, predstavljaju transparentnost i dostupnost informacija o poreskim stvarima u jednoj državi. Svakako, sve ovo dopušta se uz poštovanje osnovnih pravnih principa i ljudskih prava, aktuelne međunarodne i nacionalne regulative i standarda postavljenih za ponašanje država u međusobnim odnosima.

LITERATURA

1. B. J. Kiekebeld, *Harmful Tax Competition in the European Union: Code of Conduct, Countermeasures and EU Law*, Kluwerlaw, Foundation for European fiscal studies, Erasmus University, Rotterdam, 2004;
2. Council Directive 77/799/EEC concerning mutual assistance by the competent authorities of the Member States in the field of direct taxation, *Official Journal L 336*, 27/12/1977, pp. 15-20;
3. Directive No. 2003/93/EC, October 15, 2003;
4. Directive No. 2004/106/EC, December 24, 2004;
5. Directive No. 2004/56/EC, April 29, 2004;
6. Directive No. 2006/98/EC, January 1, 2007;

Rad primljen: 02. 03. 2011.

UDK: 005.334:336.71

JEL: G 38

Stručni rad

UPRAVLJANJE KAPITALOM BANKE – ALOKACIJA I MERENJE FINANSIJSKIH PERFORMANSI

BANK CAPITAL MANAGEMENT – ALLOCATION AND MEASUREMENT OF FINANCIAL PERFORMANCE

Dr Snežana P. KNEŽEVIĆ

Fakultet organizacionih nauka, Beograd

Rezime

Kapital banke je oznaka za veoma kompleksnu mrežu interesa i definisanja i predstavlja izraz vrednosti imovinskih delova aktive koji se prezentuju u bilansu stanja a njima raspolažu vlasnici kapitala banke.

Zbog značaja koji banke kao finansijske institucije imaju za ceo finansijski sistem posebno je važno kako se vrši alokacija tog kapitala. S jedne strane, prisutna je Bazel regulativa koja propisuje pokrivanje rizika kojima su izložene finansijske institucije, a s druge strane, banke regulatorni organi u većini zemalja dozvoljavaju bankama da koriste interne modele za merenje tržišnog rizika. Banke koriste VaR model kako bi izmerile rizik uključen u njihove poslovne aktivnosti.

Banke moraju da maksimiziraju svoj prinos na kapital, kako bi zadovoljile svoje investitore. Banke za razliku od drugih branši privrede, upravlja-

ju velikim brojem rizika u isto vreme. One imaju potrebu za održavanjem određenog nivoa likvidnosti, kako bi adekvatno odgovorile na tekuće obaveze. Pored toga, njima je potreban određeni nivo kapitala u funkciji zaštite rizika od insolventnosti, kao i likvidna aktiva koja bi predstavljala zaštitu od opasnosti neočekivanog povlačenja depozita od strane komitenata banke ili nemogućnosti zajmoprimaca da izmire svoje kreditne obaveze.

Ključne reč: KAPITAL BANKE, DEFINISANJE KAPITALA, ALOKACIJA KAPITALA, MERENJE FINANSIJSKIH PERFORMANSI.

Summary

Bank capital signifies a complex web of interests and definition, and represents exponent of value of property asset components, which are presented in the balance sheet and are available to owners of bank capital.

Because of the importance which banks as financial institutions have for the entire financial system, the way of allocation of this capital it is particularly important. On one hand, Basel regulation prescribes risk cover financial institutions are faced with. On the other hand, regulator banks in most countries allow banks to use internal models for assessing market risk. Banks use VaR model in order to measure the risk involved in their business activities.

Banks need to maximize their return on equity, in order to satisfy their investors. Banks, unlike the other branches of the economy, manage large number of risks at the same time. They need to maintain a certain level of liquidity, in order to adequately respond to current liabilities. In addition, they need a certain level of capital in order to protect themselves from the risk of insolvency, as well as liquid assets, which would secure them from the danger of unexpected withdrawals of deposits by the bank principals or the inability of borrowers to settle their loan obligations.

Key words: BANK CAPITAL, THE DEFINITION OF CAPITAL, CAPITAL ALLOCATION, EVALUATION OF FINANCIAL PERFORMANCE.

UVOD

Posmatrano na globalnom nivou, banke čine veoma značajan i uticajan sektor poslovanja. Naime, veliki broj pojedinaca i organizacija koristi usluge banaka, u ulozi deponenata ili zajmoprimaca. Banke imaju veoma značajnu ulogu u održavanju poverenja u monetarni sistem. Upravo zbog toga, postoji široko interesovanje za uspešno poslovanje banaka.

Poslednjih godina banke su se susretale sa ozbiljnim finansijskim poteškoćama u svom poslovanju, što je kulminiralo naročito izbijanjem aktuelne svetske finansijske krize. Zbog toga se velika pažnja poklanja sigurnosti bankarskog sistema. Regulatorni organi teže povećanju nivoa kapitala banaka, u cilju osiguranja deponenata i sprečavanja prevelikog izlaganja rizicima a važno mesto zauzima i proces procene adekvatnosti bankarskog kapitala.

Informaciona tehnologija, globalizacija i ubrzani razvoj, kao i napredak disciplina vezanih za poslovanje, učinili su da isto poslovanje postane visokozavisno od kvalitetnih i blagovremenih informacija za donošenje racionalnih ekonomskih odluka.¹ Finansijske informacije imaju

ključnu ulogu u menadžmentu informacija.

„Računovodstveni informacioni sistem je specijalizovani podsistem menadžment informacionog sistema čija je uloga da prikuplja, obrađuje i prosleđuje informacije i kreira izveštaje koji su vezani za finansijske transakcije i finansijsko poslovanje uopšte.“ (Gelinis, 1999).

Korisnici finansijskih izveštaja banaka su zainteresovani za solventnost i likvidnost banke, kao i za rizike koji su povezani sa sredstvima i obavezama koje su prezentovane u bilansu i vanbilansnim pozicijama banke, kako bi procenili finansijski položaj banke, te doneli kvalitetne ekonomske odluke. Likvidnost banke posmatrana na makronivou, predstavlja jedan od pokazatelja poslovne sposobnosti i efikasnosti banaka. Solventnost pokazuje višak sredstava nad obavezama, kao i dostupnost kapitala banke.

Kapital ima veoma važnu ulogu u ostvarivanju ravnoteže između rizika i prinosa, odnosno, osnovna funkcija kapitala banke je u smanjenju rizika poslovanja banke.

Ukupan iznos kapitala je od ključnog značaja za nesmetano po-

¹ Vassen E. (2002) „Accounting Information Systems“, *A Managerial Approach*, John Wiley & Sons LTD, New York.

slovanje banaka. Od menadžmenta banke se očekuje da efikasno upravlja kapitalom banke, kako bi maksimizirao vrednost za akcionare. Poboljšavajući alokaciju kapitala menadžeri banke stvaraju adekvatne uslove za povećanje povrata kapitala, te time i mogućnost da obezbede veće dividende akcionarima. Za razliku od mnogih preduzeća i institucija koja izbegavaju rizik, banke kao finansijske institucije moraju da ga traže kako bi poslovale uspešno. Kapital je važan u smislu apsorbovanja finansijskih rizika, a ne toliko u smislu finansiranja aktivnosti banke.

Jedna od funkcija kapitalne baze banaka je da deluje kao amortizer za apsorbovanje raznih rizika imanentnih poslovanju banaka. Što je složeniji posao za banku da identifikuje brojne vrste rizika koji su obuhvaćeni finansijskim aktivnostima, to je neophodnije da kapitalna baza bude intenzivnija. U suprotnom, neočekivano povećanje rizika, može naglo dovesti banku u stanje nesolventnosti. Jačanjem kapitala banke stvaraju se uslovi za rast njene kreditne aktivnosti.

Načelo sigurnosti u bankarskom poslovanju je fokusirano na mogućnost isplate obaveza i naplatu potraživanja u roku, i to po osnovu uslova utvrđenih ugovorom između

banke i klijenta. Ovo načelo posebno je značajno u segmentu sigurnosti povraćaja uložених plasmana.

Za sigurno poslovanje banke, odgovornost je u prvom redu na njihovom bordu direktora i višem menadžmentu. Krucijalna uloga višeg menadžmenta je da identifikuje poslovnu strategiju, i donosi strateške odluke u skladu sa aktima i politikom koju definiše bord.

Jedno od značajnih pitanja koje se postavlja pred menadžment banke je: „Gde se identifikuje rizik u aktivnostima banke i koliko uspešno oni upravljaju rizikom?“

Nivo kapitala banke u nacionalnim okvirima definiše više činilaca: strategije bankarskih menadžera, vrste i intenzitet rizika koje banka preuzima, interes akcionara, regulativa (Basel standardi i regulativa NBS), ocene i preporuke rejting agencija, očekivanja klijenata (građana) i komitenata banke.

Fundamentalni deo u poslovanju banaka predstavlja alokacija kapitala. Tehnike alokacije kapitala su nezaobilazna alatka za uspešne finansijske eksperte, nezavisno od toga da li je reč o menadžeru upravljačkog računovodstva, strateškom menadžeru, finansijskom direktoru, finansijskom kontroloru i drugo. Jedan od zadataka poslovanja banaka

je da imaju obavezu da održavaju određeni nivo kapitala, koji možda nije realno neophodan za željeni obim poslovanja, a to im postavljaju zakonodavci ili samo tržište. Pored toga, zbog specifičnosti u kojima banke posluju, odnosno raznih vrsta rizika koji su im imanentni, računovodstveni pristupi upravljanja kapitalom ne mogu se direktno primeniti na banke.

Efikasna alokacija kapitala i optimalno korišćenje drugih izvora kapitala predstavljaju jedan koherentan proces koji je preduslov da se stvori bilo koja trajnija vrednost u banci. To podrazumeva i finansijsku analizu.

1. DEFINISANJE I STRUKTURA KAPITALA BANKE

Menadžment banke se s jedne strane suočava s problemom obezbeđenja dovoljnog nivoa kapitala kako bi banka opstala, a s druge strane sa veoma zahtevnim i dinamičnim tržištem.²

Za uspešno obavljanje poslova banke neophodan je adekvatan obim

finansijskih resursa. Finansijski potencijal kojim banka raspolaže a koji je formalizovan u bilansu pokazuje obim ukupnih sredstava koje banci stoje na raspolaganju za poslovanje a nastala su na razne načine: (1) sticanjem osnovnog kapitala banke, (2) prikupljanjem depozita, (3) kreiranjem multipliciranja bančinih sredstava i (4) pribavljanjem iz kreditnih izvora.

Na taj način strukturiran finansijski potencijal označava ukupnost svih izvora sredstava prikazanih u pasivi bilansa stanja banke. S obzirom na činjenicu da bilans uvek mora da bude u ravnoteži, odnosno stanje plasmana sredstava (aktive) mora biti uslovljeno i obimom i strukturom izvora sredstava (pasiva), tako da svako nastojanje menadžmenta banke da poveća svoje kreditne plasmane mora da ima adekvatno pokriće u rastu pasive finansijskog potencijala.

Razlika između ukupne aktive i ukupnih obaveza predstavlja kapital, tj. neto imovinu banke. Sa računovodstvenog aspekta, uobičajenu strukturu kapitala banke čine:

1. akcijski kapital (upisani i uplaćeni) – odobrene akcije banke u visini nominalne vrednosti;

² Pogledati šire: Shelagh Heffernan, *Modern Banking in Theory and Practice*, John Wiley and Sons, New York, 1999, str. 213-215.

2. nove emisije akcija na osnovu odluke skupštine akcionara radi povećanja osnovnog kapitala;
3. otkupljene sopstvene akcije;
4. emisiona premija – obuhvata pozitivnu razliku između postignute prodajne vrednosti akcija i njihove nominalne vrednosti, kao i dobitke i gubitke po osnovu trgovanja sopstvenim akcijama;
5. akumulirani gubitak je ispravka vrednosti kapitala, koja ga koriguje naniže.
6. neraspoređena dobit koja je formirana iz umanjenja odloženih poreskih obaveza, aktuarskog dobitka i tekuće dobiti pre oporezivanja;
7. revalorizacija rezerve – iskazuju efekte promena fer vrednosti finansijskih instrumenata raspoloživih za prodaju;
8. rezerve iz dobiti – formiraju se u skladu sa propisima za procenjene gubitke, rezerve za opštebankarske rizike i druge rezerve iz raspodele dobitka, u skladu sa statutom i drugim aktima banke.

Od posebnog je značaja za praćenje kapitala banke sastavljati izveštaje – pregled najvećih akcionara banke, kao i pregled najvećih deponenata banke.

Kapital banke se može različito definisati, u zavisnosti od toga sa čijeg aspekta se posmatra.³

Sa stanovišta lica koja u banci raspolazu kapitalom značajna je definicija fizičkog tj. raspoloživog kapitala: „Fizički kapital je kapital koji u sebi sadrži sve instrumente kapitala nezavisno od toga da li su i na koji način oni uključeni u kapital sa aspekta zakonodavca.“ Odnosna lica prevashodno interesuje odgovor na sledeća pitanja: Koji iznos kapitala stoji na raspolaganju? Kako investirati uvećani kapital? Za investitora kapital predstavlja oblik ulaganja koji treba da rezultira maksimizacijom profita uz očuvanje vlasničkih prava. Koje instrumente treba upotrebiti za njegovu oplodnju? Značajno je napomenuti da su lica koja u banci raspolazu kapitalom zainteresovana za sve oblike raspoloživog osnovnog kapitala, potcenjene dugove, tzv. hibridne instrumente i drugo, kako bi uticali na smanjenje cene kapitala.

Banke osnovane na bazi akcionarskog kapitala imaju ambiciju da

³ Videti detaljnije: Matten C. (2001) *Managing Bank Capital allocation and performance measurement*, John Willey & Sons, LTD, New York.

stalno uvećavaju svoj novčani kapital i da ga ulažu za zadovoljavanje onih potreba koje će omogućiti maksimalno dostižni nivo profita. Privatno vlasništvo i raspolaganje kapitalom fokusirano je na ekonomski interes da se kamatna stopa u plasirani kapital obezbedi najmanje u visini profitne stope koju može da ponudi konkretni sektor reprodukcije.

Sa stanovišta menadžmenta koji upravlja kapitalom: „*Kapital za pokriće rizika jeste kapital za pokriće potencijalnog smanjenja vrednosti sredstava banke, kao i drugih vrsta izloženosti riziku za posmatrani vremenski period*“.

Menadžment banke prevashodno interesuje izloženost riziku od gubitaka, nezavisno od toga ko snosi posledice tog gubitka. Njega interesuju odgovori na sledeća pitanja: Kakva je potencijalna mogućnost da dođe do pojave gubitka u banci sa aspekta celokupne analize izloženosti banke riziku? Kakva je stvarna mogućnost za pojavu gubitka? Kapital je taj koji treba da apsorbuje negativne efekte potencijalnog gubitka. Menadžmentu stoje na raspolaganju razne tehnike za procenu izloženosti banke riziku od gubitaka kao što su razne kvantitativne tehnike zasnovane na finansijskoj matematici i statističkim modelima.

Sa stanovišta akcionara značajno je naglasiti: „*Ekonomski kapital predstavlja investiciju akcionara koja je izložena riziku a s obzirom na činjenicu da je angažovana u tekućem poslovanju ili je već iskorišćena u ostvarivanju budućih prihoda*“. Akcionari su zainteresovani samo za svoje investicije, odnosno kapital banke uključujući neraspoređenu dobit, akcionarску premiju i za sve ono što tehnički pripada akcionarima.

Saglasno Međunarodnim računovodstvenim standardima, entitet obelodanjuje informacije koje omogućavaju korisnicima njegovih finansijskih izveštaja da procene ciljeve, politike i procese upravljanja kapitalom tog entiteta. Ovo se posebno naglašava, jer je za banke u formi akcionarskih društava zainteresovan veliki broj interesnih grupa, (posebno akcionara) te je transparentno obelodanjivanje finansijskih informacija neophodno za efikasno poslovno odlučivanje istih.⁴

Kapital banke se prikuplja emisijom običnih ili prefencijalnih akcija

⁴ Videti detaljnije: „Rešenje o utvrđivanju prevoda osnovnih tekstova Međunarodnih računovodstvenih standarda, odnosno Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja“, *Službeni glasnik Republike Srbije*, 77/2010, str. 12.

(u cilju prikupljanja osnivačkog kapitala ili dokapitalizacije).

Banke sredstva pribavljaju u skladu sa zakonom, drugim aktima svojih poslovnih politika u uslovima utvrđenim konkretnim ugovorima.

Povećanje akcionarskog kapitala i sredstava rezervi banke mogu da vrše:

1. emisijom akcija;
2. izdvajanjem sredstava iz realizovane dobiti,
3. formiranjem rezervi po raznim osnovama (zakonske, statutarne, posebne i druge rezerve);
4. konverzijom drugih oblika sredstava u akcionarski kapital.

Mogućnosti prikupljanja sredstava na tržištu kapitala uslovljene su opštim monetarnim i privrednim kretanjima. U našoj zemlji dokapitalizacija banke može se vršiti putem zatvorene emisije običnih akcija sa pravom upravljanja, ili pak emitovanjem običnih i privilegovanih akcija bez javne ponude unapred poznatom kupcu u svrhu povećanja kapitala.

Banke dobrog boniteta imaju olakšan pristup finansijskim tržištima i mogu emitovati akcije kako bi prikupile kapital, dok se manje banke sa lošijom reputacijom više oslanjaju na interno prikupljanje kapitala, jer investitori nerado ulažu u akcije ovakvih emitenata.

U analizi adekvatnosti kapitala posebnu pažnju treba obratiti na usklađenost rasta između ukupne aktive i kapitala banke. Naime, ukoliko aktiva brže raste od kapitala banke, to je indikator veće zaduženosti, a poznata je činjenica da veća zaduženost znači i veći rizik. Pored toga, značajno je:

- a) sagledati obim i strukturu rizične aktive banke;
- b) uporediti ključne pokazatelje sa sličnim bankama u grani;
- c) analizirati trendove kretanja;
- d) identifikovati održivu stopu rasta;
- e) koncipirati adekvatnu politiku zadržavanja kapitala u banci;⁵
- f) sagledati uticaj pada vrednosti nacionalne valute na adekvatnost kapitala.

2. MERENJE FINANSIJSKIH PERFORMANSI BANKE I KAPITAL BANKE

Na finansijsku poziciju banke utiču sledeći ključni elementi: (1) ekonomski resursi koje banka kontroliše, (2) finansijska struktura banke, (3) likvidnost i solventnost, (4)

⁵ Ciljnu funkciju finansijskih i drugih institucija i organizacija predstavlja maksimizacija profita u funkciji povećanja vlasničkog bogatstva.

fleksibilnost banke da se prilagodi promenama na finansijskom tržištu i (5) zahtevi regulatornih organa.

Menadžment je u prednosti u odnosu na sve druge agente jer poseduje informacije o pravoj finansijskoj poziciji banke. Vrednost akcija na tržištu postaje ključni parametar uspešnosti poslovanja, te su menadžeri fokusirali svoje aktivnosti na održanje i očuvanje vrednosti akcija banke.

Uslov za permanentni rast banke jeste profitabilno poslovanje uz održavanje adekvatne likvidnosti i solventnosti. Rast banke je povezan sa maksimizacijom profita.

Između rejtinga banke i troškova kapitala na razvijenim finansijskim tržištima postoji značajna korelacija.

Zbog čega banka vrši finansijsku analizu? Posledice kamatnog, valutnog i tržišnog rizika vode nelikvidnosti banke. Analizom poslovanja banke kao finansijske institucije stiče pregled i uvid u njeno poslovanje. Na osnovu različitih analiza smanjuje se mogućnost da rizik nastane. Rizik solventnosti je takva vrsta rizika koju bi trebalo staviti na prvo mesto u analizi rizika imanentnih banci. Takođe, najprisutniji je rizik izazvan nekvalitetnim plasmanima. On direktno dovodi do pojave visokih iznosa nenaplaćenih kredita

odobrenih klijentima i komitentima. Posledice toga mogu biti višestruke:

- pad kamatonosne aktive – što povlači za sobom pad kamatnih prihoda;
- nedostatak sredstava za isplatu depozita i drugih obaveza banke;
- povlačenje plasmana od drugih banaka, što inicira pad kamatnih prihoda;
- zaduženje radi održavanja likvidnosti – usled čega se povećavaju kamatni rashodi;
- smanjenje profitabilnosti;
- smanjenje kapitala banke;
- negativne implikacije po rejting banke.

Za adekvatnu finansijsku analizu, neophodne su kvalitetne finansijske informacije. Koncept strategije podrazumeva primenu formalnog sistema za upravljanje informacijama.

Za potrebe strategijske analize upravljanja kapitalom banke neophodna je podrška strategijskog upravljačkog računovodstva. Strategija se tretira svesno identifikovanom, proaktivnom i formulisanom pre odluke i akcije koja opredeljuje upravljanje imovinom banke.

Naravno, treba imati u vidu i to da računovodstvene informacije ne

mogu samostalno da vode bankarskog menadžera u „sigurnu odluku“. Donošenje dobre poslovne finansijske odluke zahteva poznavanje značajnih činilaca kao što su: specifičnosti bankarskog poslovanja, faktori okruženja, ekonomski faktori koji utiču na opstanak tog poslovanja i računovodstveni koncepti na kojima se zasnivaju bančni finansijski izveštaji.

Strateško razmišljanje podržava racionalne ekonomske sklonosti u vezi sa resursima distribucije odluke, ponašanje bankarske institucije i njenih rezultata.

Poznato je da je Simmonds „otac“ koncepta upravljačkog računovodstva strategijske orijentacije, definišući ga kao: „pribavljanje i analiza podataka upravljačkog računovodstva o sopstvenom poslovanju i poslovanju svojih konkurenata za primenu i razvoj poslovne strategije“. On takođe implicira da profit ne proizilazi iz unutrašnje efikasnosti, već iz konkurentske pozicije preduzeća svom tržištu.

Alternativni metodi pribavljanja kapitala u direktnoj su zavisnosti od postavljenog odnosa između tuđih i sopstvenih sredstava u finansijskoj strukturi banke i u vezi je sa rizikom koji tangira pasivu. Na mogućnost pribavljanja kapitala na tržištu uti-

caće, između ostalog i rejting banke od strane specijalizovanih institucija.

Banka preduzima različite organizacione aktivnosti, kako bi oblikovala različite interese, uključujući specifične snage bankarske institucije, kao i „institucionalne pritiske“.

Načelno govoreći, uloga kapitala je trostruka: (1) da pokrije neočekivane gubitke, (2) obezbedi sigurnost za deponente i poverioce banke i (3) da ispunji zahteve regulatornih organa države u vezi sa zaštitom deponenata i stabilnošću bankarskog sistema.

U slučaju da tržište određuje da li određena banka ima zdravu bazu kapitala, to je primena tržišnog pristupa, a ukoliko neko regulatorno telo (npr. Narodna banka) to obavlja, onda je reč o regulatornom pristupu. Racio brojevi koji se dovode u vezu sa adekvatnošću kapitala jesu:

Osnovni kapital ima ključni značaj za obračun profitne marže, kao i za bankarsku sposobnost za održavanje konkurentske pozicije i preuzimanje rizika.

Regulatorni organi koji vrše nadzor nad poslovanjem banaka, zbog veće sigurnosti poslovanja banke i njenih fondova zahtevaju veće iznose kapitala, dok vlasnici preferiraju niže iznose kapitala, jer niži iznos kapitala podrazumeva veći finansijski leveridž

FINANSIJE

Odnos bilansnih pozicija	pokazuje
<u>Akcijski kapital</u> Ukupna aktiva	pokrivenost ukupne aktive kapitalom banke
<u>Ukupna aktiva</u> <u>Akcijski kapital</u>	recipročna vrednost prethodnog koeficijenta
<u>Dividende</u> Neto dobit	koeficijent isplate dividendi
<u>Sopstveni kapital</u> <u>akcionarskog društva</u> Ukupna aktiva	odnos ukupne imovine i ukupnog sopstvenog kapitala banke
<u>Neto dobitak</u> Osnivački kapital	prinosna snaga i važno je uporediti ga sa prosekom grane

i multiplikator kapitala (Equity Multiplier). Visok leveridž pretvara normalan prinos na aktivu (Return on Assets – ROA) u visok prinos na akcijski kapital (Return on Equity - ROE).

Iznos potrebnog kapitala zavisiće pre svega od nivoa rizika koji je banka voljna da preuzme u svom poslovanju ali i od strukture aktive banke. Ukoliko banka raspolaže niskorizičnom aktivom, biće joj potreban niži iznos kapitala i obrnuto. Pod pretpostavkom da banka poseduje najlikvidniju aktivu, kao što su gotovina ili kratkoročne državne obveznice, ona ne mora posedovati kapital. Da bi se izbegli ovakvi slučajevi, regulatorni organi uvode propise o obaveznoj minimalnoj količini kapitala koji banke moraju posedovati. Sa rastom nivoa kapitala smanjuje se mogućnost bankrotstva i potreba kontrole poslovanja banke

od strane ovih organa. U SAD tokom 90-ih godina banke su bile ohrabrivane da povećaju iznos kapitala tako što je samo bankama sa visokim iznosima kapitala bilo dozvoljeno da obavljaju dodatne bankarske poslove, kao što su osiguranje ili investiciono bankarstvo. Ovim bankama je takođe bilo omogućeno spajanje sa kompanijama van finansijskog sektora, kao i učestvovanje u poslovnim aktivnostima koje su tradicionalno bile zabranjene za banke.

Visina i vrsta kapitala koji će banci biti potreban zavisiće od strukture njene aktive, obaveza i predviđanja visine profita i troškova.

Banke vrše proces upravljanja aktivom i pasivom koji se sastoji iz sledećih koraka:

- projektovanje bilansa stanja i bilansa uspeha za nekoliko godina unapred;

- izbor optimalne politike dividendi;
- analiza troškova i koristi alternativnih izvora prikupljanja kapitala.

Ocena kvaliteta bilansne pasive je značajna za uspostavljanje odnosa između angažovanog sopstvenog i pozajmljenog kapitala. Ako je zaduženost veća, preduzeće je nesigurnije i loš je finansijski partner.

Aдекватно upravljanje finansijama nije u tome da firma bude nezaduzena, nego da ima finansijsku konstrukciju koja održava likvidnost i solventnost i ostvaruje profit na upotrebi tuđeg kapitala (krediti banaka, lizing i sl.). Ako se umanjuje vrednost aktive finansirana sopstvenim kapitalom, umanjuje se i neto imovina, u slučaju povećanja obaveza, i u slučaju gubitka. Vrednost kapitala se redukuje za visinu gubitka, neposredno i u idealnoj istoj visini.

U skladu sa preduzetim merama i aktivnostima banke na dinamičnom finansijskom tržištu često ostvaruju značajne promene u pogledu visine, dinamike i strukture izvora sredstava. U tom smislu, veoma je važno što češće analizirati promene na izvorima sredstava, kako bi se njima adekvatno upravljalo.

Da bi banka poslovala profitabilno, neophodno je da uz što manje

troškove prikuplja slobodna novčana sredstva i da ih racionalno koristi u smislu plasmana.

Profitabilnost je sintetički pokazatelj performansi svake banke, i iskazuje se stopom prinosa na sopstveni kapital, čime se zapravo maksimizira imovina vlasnika ili akcionara banke. Stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE – Return on Equity) predstavlja opšteprihvaćen pokazatelj profitabilnosti poslovne banke: $ROE = \text{Neto dobit} / \text{Ukupan akcijski kapital}$.⁶

Profitabilnost predstavlja najbolji sintetički pokazatelj ukupnog tržišnog ponašanja i racionalnog upravljanja kapitalom banke. Pokazatelji profitabilnosti ukazuju na „zarađivačku sposobnost“ banke u smislu da se vlasnicima (akcionarima) obezbeđuje odgovarajući prinos (zarada) na uloženi kapital u konkretnu banku.

Za analizu odnosa između bilansnih pozicija mogu se koristiti različiti pokazatelji, a među njima ističemo sledeće:

1. prinos na operativnu dobit (ROI) = $\text{Neto dobit} / \text{Operativni prihod}$;

⁶ Posmatrajući nacionalni okvir, najveći prinos na kapital u 2010. godini imale su: Banka Intesa, AIK banka i Unicredit banka.

2. korišćenje aktive (AU) = Operativni prihod / Ukupna aktiva;
3. prinos na ukupnu aktivu (ROA) = ROI x AU;
4. leveridž (EM) = Ukupna aktiva / Akcijski kapital;
5. prinos na akcijski kapital (ROE) = ROA x EM.

Prilikom analize profitabilnosti konkretnih banaka treba voditi računa i o tome da li je visoka profitabilnost banaka možda jednim delom posledica smanjivanja obaveznih rezervi.

Prilagođavanje organizacije i metoda rada, upravljanja i prilagođavanja promenama saglasno zahtevima turbulentnog okruženja, uz primenu razvijenog integralnog informacionog sistema, neophodno je za efikasno upravljanje bankom, te njenim kapitalom, što predstavlja jedan od strateških ciljeva višeg menadžmenta.

Od izuzetnog je značaja da viši menadžment banke vodi računa o tome da se stvore mogućnosti da se formiraju u skladu sa potrebama, dodatni izvori sredstava uz povećanje efikasnosti i mobilnosti.

Analizu kapitala banke neophodno je izvršiti sa sledećih aspekata:

- a) struktura kapitala,
- b) struktura većinskih akcionara,
- c) struktura manjinskih akcionara,
- d) struktura akcionara čiji deo u

akcionarskom kapitalu ukoliko je veći od 5 % trajnog kapitala,

- e) promene kapitala u tekućoj godini,
- f) promene kapitala u prethodnoj godini,
- g) uzroci promena kapitala, komparativno posmatrano,
- h) poređenje nivoa kapitala pre i nakon korekcija koji je izvršila sama banka,
- i) poređenje nivoa kapitala pre i nakon korekcija koje su urađene od strane revizora.

3. REGULATORMI PRISTUP I ALOKACIJA KAPITALA

Od finansijskih institucija se zahteva na osnovu određenih regulativa da obezbede minimalni nivo kapitala. Ove regulative se pravdaju negativnim eksternim uticajima koji rezultuju bankarskim promašajima.

Da bi se u zemljama članicama obezbedila jednoobraznost u procenjivanju kapitala adekvatnog nivou preuzetog rizika, Bazelski komitet za bankarsku kontrolu je jula 1988. godine ustanovio Bazelski sporazum I. Ovaj sporazum se odnosi na pravila vezana za adekvatnost kapitala i njegovu procenu.

On definiše osnovne standarde kontrole i daje preporuke na osno-

vu najbolje prakse, u očekivanju da ovlašćeni kontrolori to primene na način koji je pogodan za pojedine nacionalne sisteme. Na taj način, komitet obezbeđuje jednoobrazan pristup i zajedničke standarde kontrole u zemljama članicama.

Bazelski sporazum I predstavlja sporazum koji se odnosi na pravila vezana za adekvatnost kapitala i njegovu procenu banaka. Njime se definišu elementi kapitala banaka – osnovni i dopunski, ponderi za izračunavanje kreditnog rizika po bilansnoj aktivni i faktori kreditne konverzije za izračunavanje kreditnog rizika po vanbilansnoj aktivni, kao i odnos između kapitala i ukupne aktive ponderisane kreditnim rizikom da bi se izračunavali pokazatelji adekvatnosti kapitala.⁷

Bazelski sporazum II nastao je zbog potrebe za promenama u načinu obračuna pokazatelja adekvatnosti kapitala. U odnosu na Bazel I, pored aktive ponderisane kreditnim rizikom, uključuju se i kapitalni zahtevi za tržišni i operativni rizik. Bazel II kao novi sporazum o kapitalu se bazira na tri stuba: definisanje izračunavanja pokazatelja

adekvatnosti kapitala, uloga supervizije i tržišna disciplina.

Supervizori banaka, odnosno Bazelski odbor za superviziju, doneli su paket mera koji bi trebalo da onemogući ponavljanje prethodne finansijske krize – tzv. Bazel III. Cilj donošenja tih mera jeste da se obezbedi stabilan finansijski sistem u dugom roku, jasnije definiše kapital banke i uvedu novi instituti za amortizovanje gubitaka na teret kapitala koji će obezbediti da banke u budućnosti budu otpornije na ekonomske i finansijske šokove. Banke koje dođu u situaciju da im se kapital smanji ispod zahtevanog nivoa, neće moći da vrše isplatu dividendi i bonusa.⁸

Bazel II i Bazel III dozvoljavaju da velike banke mogu koristiti sopstvene modele za izračunavanje rizika prilikom određivanja kapitalnih zahteva. Argument koji ovome ide u prilog je to da banke često imaju mogućnosti da izdvoje više sredstava kako bi razvile sofisticirani metod za izračunavanje rizika jer one same imaju veliki podsticaj da to urade najbolje što mogu, kako bi maksimizirale sopstvenu dobit to-

⁷ www.nbs.rs (12.2011)

⁸ Bankarski menadžeri bi trebalo da obrate posebnu pažnju na vođenje politike isplate dividendi. Isplata visokih dividendi iz neto profita, smanjuje mogućnost za interno finansiranje

kom vremena. Modelovanje rizika u kombinaciji sa ograničenim istorijskim podacima je predstavljalo veliki propust.

Međutim, kod mnogih eksperata u bankarskoj branši i dalje je prisutan skepticizam da su osnovni nedostaci prevaziđeni, odnosno da još mnoga pitanja treba rešiti.

Banka je dužna da kapital u svakom trenutku održava na nivou koji je potreban za pokriće svih rizika iz ove odluke koji mogu nastati u poslovanju banke (kapitalni zahtev).

Standard adekvatnosti kapitala, zapravo služi za merenje potencijala banke da na duži rok podnosi gubitke uz očuvanje solventnosti banke. Nesolventnost za banku podrazumeva situaciju u kojoj je iznos ukupnih obaveza (depoziti i drugi izvori) veći od imovine (aktive).

Bankarskom regulativom u Srbiji utvrđeno je da je banka dužna da održava propisni pokazatelj adekvatnosti kapitala kao odnos između kapitala i rizične aktive banke.

*Pokazatelj adekvatnosti kapitala banke*⁹ jednak je odnosu kapitala

banke i zbira aktive ponderisane kreditnim rizikom, kapitalnog zahteva u vezi sa deviznim rizikom koji je pomnožen recipročnom vrednošću pokazatelja adekvatnosti kapitala i kapitalnih zahteva u vezi sa ostalim tržišnim rizicima koji su pomnoženi recipročnom vrednošću pokazatelja adekvatnosti kapitala. Pri tome, banka je dužna da pokazatelj adekvatnosti kapitala održava na nivou koji nije niži od 12%, međutim u izvesnim slučajevima, Narodna banka Srbije može banci odrediti ovaj pokazatelj u većem procentu, u skladu sa rizičnošću njenog poslovanja ili radi njene stabilnosti i sigurnosti odnosno radi ispunjenja obaveza banke prema poveriocima.

U svrhu praćenja adekvatnosti kapitala izrađuje se izveštaj o kapitalnim zahtevima i pokazatelju adekvatnosti kapitala banke. Uz novu regulativu NBS, banke će doći u situaciju da moraju izvršiti dodatno povećanje svog kapitala.

Uspostavljanje procesa interne adekvatnosti kapitala banke podrazumeva uspostavljanje takvog pro-

i povećava rizik od insolventnosti. Međutim, isplata niskih dividendi, nepovoljno utiče na postojeće i potencijalne akcionare banke, naročito u okolnostima kada je stopa prinosa na akcijski kapital niža od prinosa na alternativna ulaganja.

⁹ „Odluka o adekvatnosti kapitala banke“, *Službeni glasnik Republike Srbije*, 129/2007 i 63/2008.

cesa koji se zasniva na utvrđenim ciljevima i principima upravljanja rizicima, kao i na identifikovanju, merenju, odnosno proceni i praćenju rizika kojima je banka izložena u svom poslovanju, a radi procene kapitala potrebnog za pokriće rizika.

Adekvatnost kapitala se u najvećoj meri rangira na osnovu analize sledećih činilaca:

- sposobnosti banke da identifikuje rizike, održava nivo kvaliteta banke i njenog ukupnog finansijskog potencijala;
- obima i trenda rizične aktive, kao i adekvatnosti rezervi za kreditne i druge gubitke;
- sposobnosti menadžmenta banke da proceni potrebe za dodatnim kapitalom;
- izlaganje riziku po vanbilansnim transakcijama;
- mogućnost pribavljanja kapitala na tržištu kapitala i iz drugih izvora, u okolnostima proširenja obima poslovanja;
- strukture prihoda i njihove dinamike;
- strukture aktive i u vezi sa tim prisutnim tržišnim rizikom sa posebnim akcentom na hartije od vrednosti i stavke sa deviznom klauzulom;
- drugi bitni činioci.

Danas se ne postavlja pitanje o neophodnosti primene međunarodno usaglašenih standarda koji se odnose na merenje kapitala, već se razmišlja o tome kako ih praktično implementirati u nacionalnom bankarstvu, respektujući pritom sve njegove specifičnosti.

Primena Bazel II standarda utiče na unapređenje procesa upravljanja rizicima i povećanju efikasnosti korporativnog upravljanja.

Neophodno je da se računovodstvene stavke i pozicije finansijskih rizika evidentiraju i vrednuju u skladu sa preporukama Bazel II i IFR standardima.

Treba imati u vidu i to da značajan broj banaka u Srbiji vrši izveštavanje u skladu sa Bazel II standardima, prema svojim maticama u inostranstvu.

4. MODELI ALOKACIJE KAPITALA RAZVIJENI OD STRANE BANAKA – INTERNI MODELI

Uspešno vođene banke se pri koncipiranju svoje poslovne politike, primarno rukovode strateškim interesima.

Odnos banke prema riziku zavisi od više faktora, kao što su: 1) veličina banke i organizaciona struktu-

ra, 2) interesa vlasnika banke i 3) interesa menadžmenta banke.

Od risk menadžera se očekuje da uspostave i primenjuju adekvatne politike obezbeđenja od rizika. U tu svrhu su banke razvile interne metode alokacije kapitala.

Čak su i Bazelski sporazum (I, II i III) i direktive Evropske unije koncipirane tako da stimulišu kako implementaciju, tako i razvoj internih modela za upravljanje rizicima. Kod banaka koje to ne čine, neophodno je da se izdvajaju velike rezervacije za pokriće procenjenih rizika (zbog primene tradicionalnih procena rizika) što nepovoljno utiče na njihove ukupne performanse.

Jedan od često primenjivanih modela je RAPM model (Risk Adjusted Performance Measurement).¹⁰

4.1. RAPM model

RAPM model je koristan za merenje uspešnosti prilagođeno izloženom riziku. Vlasnička struktura banke mora da osigura celovitost bankarskog kapitala, kao i da pribavi dodatni kapital u periodu poleta ili za zadovoljenje privremenih potreba. Menadžeri banke moraju da vode računa o troškovima i iznosu kapitala banke, jer ukoliko banka

nema dovoljno kapitala, ili je previsok trošak kapitala za njene mogućnosti, banka može doći u situaciju da veoma profitabilne projekte (poslove) prepusti konkurentima na finansijskom tržištu.

RAPM predstavlja tehnike merenja uspešnosti (povrat na uloženi kapital) prilagođeno izloženom riziku. Drugim rečima, ove tehnike mere rezultate poslovanja uzimajući, respektujući pritom rizik inkorporin u sticanje tih rezultata. U kontekstu upravljanja alokacijom kapitala rizik se uobičajeno definiše kao „neočekivani gubitak“.

U najvećem broju slučajeva rizičnost se određuje statističkom analizom predvidivosti konačnog ishoda neke operacije, kao na primer, verovatnoće promene vrednosti nekog dela imovine. To se obično zasniva na primeni tehnike poznate pod nazivom VaR (Value at Risk). Poznata su sledeća četiri najčešća upotrebljavana RAPM modela:

1. RORAA (Return On Risk Adjusted Assest) – Povrat sredstva sa ukalkulisanim rizikom. Ovaj racio polazi od ROA (Return On Assests) – stope prinosa na imovinu tj. uložena sredstva, ali ne posmatra sva sredstva jednako već ih rangira prema njihovom relativnom riziku. Primera radi, nije isti relativni rizik

¹⁰ Izvor: Ibid, str. 146-148.

za kredit odobren korporaciji i zemlji članici G10 zemalja.

2. RAROA (Risk Adjusted Return On Assets) – Rizik – ukalkulirani povrat sredstava. Ovaj pokazatelj takođe polazi od ROA pokazatelja, ali se usklađivanje za rizik vrši tako što se faktor rizika odbija od očekivanog povrata na uložena sredstva. To znači na primer, ukoliko je verovatnoća neizvršenja obaveza korporacije koja koristi data sredstva 1 %, to znači da će se taj procenat odbiti od očekivanog povrata na uložena sredstva.

3. RORAC (Return On Risk Adjusted Capital) – Povrat kapitala sa ukalkuliranim rizikom. Ovaj pokazatelj polazi od uobičajenog racija povrata na kapital (ROE), ali menja kapital uzet u obzir u imeniocu formule sa interno određenim rizičnim kapitalom.

4. RAROC (Risk Adjusted Return On Capital) – Rizik – ukalkulirani povrat kapitala. Ovaj racio polazi od iste osnove kao RORAC racio, ali umesto usklađivanja imenioca u formuli, on usklađuje broilac.

Modeli RORAC i RAROC su zastupljeniji u praksi od preostala dva i skoro da su u potpunosti zamenili modele RORAA i RAROA. U tom smislu, izvodi se zaključak da je povrat na kapital zamenio povrat na

imovinu kao dominantni bankarski racio. Naime, kapital se koristi kao amortizer za neočekivane teškoće i gubitke, uključujući i one koji se iz bilansa stanja odnosno izveštaja o finansijskom poslovanju ne mogu prepoznati.

Model RAROC – a koji je najzastupljeniji kod finansijskih konsultata izgleda ovako:

$$\text{RAROC} = \frac{\text{Povrat sredstava} - \text{Troškovi} - \text{Očekivani gubici}}{\text{Rizik na kapital}}$$

Očekivani gubici nisu deo rizika, već predstavljaju trošak obavljanja delatnosti.

U osnovi zahteva za upravljanje rizikom leži težnja da se izbegne insolventnost banaka, kao i to da se maksimizira stopa RORAC tj. priнос na kapital uz korekciju za rizik.

4.2. Interni modeli rizika

Između rizika i potreba za kapitalom visoka je povezanost.

Banke su razvile interne modele rizika kako bi zadovoljile niz različitih potreba. Međutim, ne postoji univerzalan model koji bi sve objedinio. Jedna od dobrih karakteristika modela rizika je u tome što uzimaju u obzir diverzifikaciju rizika na različite zemlje, industrije, grupacije, itd.

Pored RAPM modela neophodno je istaći i ulogu internih modela za merenje rizika.

Veći deo razvoja tehnika alokacije bankarskog kapitala odnosi se na statističke tehnike, među kojima su i neke veoma sofisticirane. Interni modeli za analizu rizika koji su razvijeni za potrebe banaka, pokrivaju više segmenata i to:

- analizu profitabilnosti komitenta;
- odlučivanje o strukturi kapitala;
- Vođenje cenovne politike koja uvažava rizik i drugo.

Zajedničko za sve modele analize rizika jeste osnovna odluka o visini rizika koji je uključen u određenu bankarsku transakciju, posao ili aktivnost. Kod većine statističkih metoda koje se koriste u analizi rizika plasmana kapitala koristi se bazna tehnika poznata pod nazivom VaR (Value at Risk) tehnika.¹¹ U fokusu ove metode je težnja da otkrije potencijalne gubitke u vrednosti imovine. Veliki deo banaka u privatnom sektoru razvio je svoje interne metode za merenje rizika i druge vrste potencijalne izloženosti banke za određeni vremenski period. VaR pred-

stavlja pristup koji se zasniva na tržišnoj vrednosti, te je kao takav usmeren na gubitak vrednosti, a ne na računovodstveno shvatanje takvih rezultata. Model je primenljiv za sve vrste rizika (kreditni, tržišni, transakcioni i drugi) ali ga je neophodno prilagoditi za svaki konkretni slučaj. Model VaR je konceptualno identičan konceptu regulatornog kapitala, ali se od njega razlikuje po tome što upotrebljava mnogo rigoroznije statističke metode, te zahteva šire pokriće rizika.¹² Naime, on ne koristi opšti procenat rizika za sve kredite, već analizira kreditni rizik u konkretnom slučaju, kao i vrstu pokrića, te druge relevantne parametre, kako bi se na kraju dobila agregatna ocena o kreditnom riziku. Ideja koja stoji iza VAR pristupa je ista kao i kod ideje u modelu o regulatornom kapitalu, ali se razlikuje od njega po tome što koristi mnogo strože statističke modele, te zahteva mnogo šire pokriće od rizika. Može se prikazati pomoću sledećeg obrasca:

Vrednost sa rizikom uzetim u obzir = Tekuća vrednost portfolija x Osetljivost portfolija na promene u fundamentalnim faktorima x Ve-

¹¹ Matten C., Op. cit., str. 149-153.

¹² Detaljnije videti u: Cuoco D., Liu H.(2006) „An analysis of VaR – based capital requirements“, *Journal of Financial Intermediation*, 15, p. 362-394.

rovatnoća promene fundamentalnih faktora.

Pojedini autori zastupaju mišljenje prema kome je okvir koncepta regulatornog kapitala koji je definisan od strane Bazelskog komiteta 1998. godine, zapravo jedan oblik VAR-a, jer i on načelno posmatrano, primenjuje vrednovanje rizika za različite vrste imovine.

Interesantno je napomenuti da američke, britanske i kanadske banke koriste i kontinuirano razvijaju mnogo sofisticiranije metode alokacije

kapitala nego npr. Evropa, gde se više koristi RAPM model. Briselski komitet zahteva da se svakodnevno određuje količina kapitala u zavisnosti od izloženosti tržišnom riziku izmerenim primenom određenih modela (VaR, EWMA i GARCH).¹³

Mogućnosti statističkog modeliranja za pojedine tipove bankarskog poslovanja prikazane su na slici 1. Naime, u obzir je uzeta delatnost modeliranja i glavne odrednice promena.

Bitno je naglasiti i to da je rizik

Slika 1. **Mogućnosti statističkog modeliranja po delatnostima**

Poslovanje (delatnost modeliranja)	Glavne odrednice promena	Statističko modeliranje?
Privatno bankarstvo/vlasništvo	Izloženost promenama na finansijskom tržištu	DA
Upravljanje	Izloženost na finansijskom tržištu (reakcijama)	NE
	Izloženost kreditnom riziku (krediti privatnim licima)	DA
Trgovinsko bankarstvo	Izloženost kreditnom riziku	DA
	Rizik kamatnih stopa	Delimično
Komercijalno bankarstvo	Kreditni rizik	DA
	Rizik kamatnih stopa	Delimično
Menjački poslovi	Izloženost tržišnim rizicima	DA
Trgovina i prodaja	Izloženost kreditnom riziku	DA
Investiciono bankarstvo	Izloženost tržišnim rizicima	DA
Sigurnost/derivati	Izloženost kreditnom riziku	DA
Investiciono bankarstvo: zajedničko finansiranje	Izloženost tržišnim rizicima	DA
	Izloženost kreditnom riziku	DA
Opšte poslovanje	Pravni rizik	NE
	Poslovni rizik (promene okruženja, konkurencije)	NE
	Ostali operacioni rizici (Rizik na greške iz poslovnih procesa dovedu do gubitaka)	Delimično

Izvor: Matten C. *Managing bank capital: Capital Allocation and Performance Measurement*, John Wiley & Sons, LTD, New York, 2001, str. 153.

¹³ Videti: Doornik, A. J., Ooms, M. (2008) „Multimodality in Garch Regression models“, *International Journal of Forecasting*, 24, p. 432-448.

kamatnih stopa samo delimično pogodan za statističko modeliranje, odnosno ne može se uvek modelirati sa punom preciznošću.

Primenom kreditnih VaR modela moguće je uticati na smanjenje rizika u poslovanju banke, te time i na poboljšavanje rejtinga banke kod potencijalnih deponenata, poverilaca, regulatornih organa, rejting agencija i dr.

ZAKLJUČAK

Kapital predstavlja faktor od ključne važnosti za finansijsku snagu banke. Kapital ima više funkcija: (1) zaštita deponenata u slučaju insolventnosti ili likvidacije banke, (2) da pruži sredstva za fiksna ulaganja u materijalne oblike imovine (zgrada, poslovna oprema) i u druge nekamatonosne plasmane koji su predviđeni za održavanje normalne poslovne aktivnosti, (3) da apsorbuje neočekivane gubitke i (4) druge funkcije.

Izvore kapitala čine uplate akcionara po osnovu običnih i preferencijalnih akcija, određene dobiti koju je banka realizovala i alocirala kao povećanje kapitala, rezervi, premije na akcije i drugo. Finansijski izveštaji podržavaju proces optimalne alokacije ograničenih resursa društva u

one finansijske institucije koje su u mogućnosti da ih na najbolji način iskoriste.

Postojećim i potencijalnim investitorima moraju da budu dostupne relevantne informacije o finansijskom i prinosnom položaju banaka koje su tražioci kapitala na finansijskom tržištu, a one su dostupne u najvećem delu u finansijskim izveštajima.

Kapital banaka postoji da zaštiti od neočekivanih gubitaka. Adekvatna alokacija kapitala predstavlja proces kontinuelne evolucije. Važno je kako određena tehnika alokacije kapitala utiče na vrednost akcija. Često se mogu čuti mišljenja da je najbolji pokazatelj efikasnog upravljanja kapitalom banke – vrednost stvorena za akcionare. Bankarska institucija prvo razvije jednostavan model alokacije kapitala, potom ga vremenom kontinuirano razvija u skladu sa aktuelnim promenama na finansijskom tržištu i u regulativnom smislu stvar je stalnih poboljšanja. Bankarskim institucijama se preporučuje da menadžmentu ostave dovoljno vremena da ovlada svim njegovim nijansama, kako bi maksimirale vrednost.

S obzirom na činjenicu da je izražena korelacija između rizika i potreba za kapitalom može se na

neki način učiniti kompatibilnim sistem merenja rizika i alokacije kapitala. Kvantitativna karakteristika modela za analizu rizika jeste u tome da uzimaju u obzir diverzifikaciju rizika na različite zemlje, industrije i na ostale kriterijume. Primera radi, veći je rizik prevelike izloženosti banke kada treba da pozajmi sredstva visokorangiranom preduzeću koje je već poprilično zaduženo u odnosu na preduzeće koje ima niži rang, ali nije uopšte zaduženo. Pored toga, različiti su ponderi rizika za utvrđivanje rizične aktive na npr. potraživanje od centralnih banaka zemalja OECD-a, i potraživanja od nebankarskog sektora nečlanica OECD.

Preporučljivo je koristiti više mera, a ne samo jednu kod donošenja poslovnih odluka, kako banka ne bi došla u situaciju da se izloži riziku banke, više nego što joj to kapital dozvoljava.

Ključna uloga rizik menadžera nije samo u alokaciji kapitala, već je fokusirana na to da su adekvatne politike obezbeđenja od rizika identifikovane i uspostavljene, te da se i primenjuju. Rizik menadžeri banke bi trebalo da korsite takve metode za predstavljanje rizika kojima su institucije izložene, koje su matematički naglašene i zasnovane na detaljnim

statističkim metodama, ali uz primenu najnovijih dostignuća u finansijskoj matematici.

Značajan broj interesnih grupa je zainteresovan za poslovanje banaka, te njihovu profitabilnost i visinu kapitala – investitori, depozitari, korporacije i drugi.

Banke koje nemaju potencijale da razvijaju sopstveni model za merenje kreditnog i drugih rizika, biće prinuđene da izdvajaju velike rezervacije na kapitalu za pokriće očekivanih rizika.

Jedan od parametara za ocenu zdravog poslovanja banke, te njene sigurnosti predstavlja kapital, jer adekvatna baza kapitala služi kao jedan sigurnosni ventil za različite rizike koji su imanentni banci u toku njenog poslovanja. Pored toga, kapital u velikoj meri utiče na konkurentsku poziciju banke.

Osnovna uloga kapitala jeste u tome da pruži stabilnost i apsorbuje gubitke, što predstavlja jednu vrstu štita za deponente i ostale kreditore banke ukoliko dođe do njene likvidacije.

U uslovima globalne krize, od posebne je važnosti da upravljanje finansijskim operacijama zahteva što efikasnije sisteme za upravljanje rizikom.

Vođenje poslovne politike banke ima neposredan odraz na likvidnost,

sigurnost i efikasnost ulaganja sredstava i profitabilnost banke. Stoga, u poslovnoj politici banke uvek vode računa o tome da usklade određene agregatne odnose, kako bi uspešno poslovale u dugom roku.

LITERATURA

1. Knežević, S. [2006] *Strategijsko odlučivanje u bankama na osnovu informacija upravljačkog računovodstva*, Monografija, Beogradska poslovna škola, Beograd.
2. Sinkey, J. F. [2002] *Commercial Bank Financial Management in the Financial-Services Industry*, sixth edition, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey.
3. Matten, N. C. [2001] *Managing Bank Capital: Capital Allocation and Performance Measurement*, John Wiley and Sons; LTD, New York.
4. Heffernan, S. [1999] *Modern Banking in Theory and Practice*, John Wiley and Sons, New York.
5. Greuning, H. V. [2006] *Analiza i upravljanje bankovnim rizicima – Pristupi za ocjenu organizacije upravljanja rizicima i izloženosti finansijskom riziku*, prevod Sanja Brajović Bratanović, Mate, Zagreb.
6. „Rešenje o utvrđivanju prevoda osnovnih tekstova Međunarodnih računovodstvenih standarda, odnosno Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja“, [2010], *Službeni glasnik Republike Srbije*, br. 77, Beograd.
7. „Odluka o adekvatnosti kapitala banke“, *Službeni glasnik Republike Srbije*, 129/2007 i 63/2008.
8. Vaassen, E. [2002] *Accounting Information Systems – A Managerial Approach*, John Wiley & Sons LTD, New York.
9. Cuoco, D., Liu, H. [2006] „An analysis of VaR – based capital requirements“, *Journal of Financial Intermediation*, No. 15, pp. 362-394.
10. Doornik, A. J., Ooms, M. [2008] „Multimodality in GARCH Regression models“, *International Journal of Forecasting*, No. 24, pp. 432-448.

Rad primljen: 21. 08. 2011.

UDK: 339.13:368;005.334

JEL: G 22

Stručni rad

TRŽIŠTE OSIGURANJA I ULOGA DRŽAVE: STANJE I PERSPEKTIVE FINANSIRANJA KATASTROFA

INSURANCE MARKET AND THE ROLE OF GOVERNMENT: THE STATE AND OUTLOOK OF CATASTROPHE FINANCING

Dr Vladimir NJEGOMIR

Fakultet za pravne i poslovne studije, Novi Sad

Rezime

Ostvarenje štetnih događaja s katastrofalnim posledicama u poslednjih dvadesetak godina postaje sve češće a same posledice sve intenzivnije. Za razliku od zemalja u razvoju, u koje spada i Srbija, gde osiguranje ne ostvaruje u potpunosti svoje funkcije, u razvijenim zemljama osiguranje ima ogroman značaj u podršci ekonomskog rasta kao i u finansiranju katastrofalnih šteta. Međutim, čak je i u razvijenim zemljama finansiranje posledica ostvarenja događaja kao što su zemljotresi, uragani ili poplave problematično. Istorijsko iskustvo pokazuje da je neophodna uloga države a često i međunarodno finansiranje i donatorska pomoć u podršci finansiranja posledica ostvarenja katastrofalnih događaja. Tradicionalna uloga države bila je regulisanje sprovođenja delatnosti osiguranja kao i direktno finansiranje šte-

ta, što predstavlja još uvek prisutnu praksu u velikom broju zemalja u razvoju. Tendencije u ostvarenju katastrofalnih šteta kao i izraženi problemi sa javnim dugovima velikog broja ne samo zemalja u razvoju, međutim, zahtevaju nova rešenja. Logičan odgovor jeste saradnja privatnog i javnog sektora, odnosno saradnja sektora osiguranja sa državnim organima kao i međunarodnim institucijama u cilju stvaranja dugoročno održivih rešenja finansiranja posledica katastrofalnih šteta.

Ključne reči: RIZIK, OSIGURANJE, ULOGA DRŽAVE, KATASTROFE, SRBIJA.

Summary

The realisation of adverse events with catastrophic consequences in the last twenty years is becoming ever more frequent and effects ever more intensive. Unlike developing countries, which includes Serbia, where insurance does not fully realise its functions, in developed countries insurance has great importance in supporting economic growth as well as in financing catastrophic losses. However, even in developed countries the financing of the consequences of events such as earthquakes, hurricanes or floods is problematic. Historical experience shows necessity of the state and often international funding and donor assistance in supporting the financing of consequences of catastrophic events. The traditional role of the state was regulating the implementation of the insurance operations as well as direct loss financing, which is still present practice in many developing countries. Tendencies in the realisation of the catastrophic losses as well as severe problems with public debts, problems which are not limited to developing countries, however, require new solutions. The logical answer is cooperation between the private and public sector, insurance industry, state authorities and international institutions in order to create long-term sustainable solutions for financing consequences of catastrophic losses.

Keywords: RISK, INSURANCE, THE ROLE OF THE STATE, CATASTROPHES, SERBIA.

UVOD

Katastrofalne štete ugrožavaju brojne živote ljudi i ogromne materijalne vrednosti svake godine. Permanentno postoji opasnost ostvarenja različitih katastrofalnih događaja kao što su zemljotresi, oluje, nuklearne eksplozije i teroristički napadi. Upravljanje rizikom ostvarenja ovih događaja složeno je s obzirom da postoji ograničenost u mogućnostima primene matematike i statistike u proceni verovatnoće ostvarenja i intenziteta štetnih posledica njihovog ostvarenja. Međutim, opšta pravila upravljanja ovim rizicima važe.

Zemljotresi u Kraljevu tokom 2010. godine i Japanu tokom 2011. godine uz punu medijsku, stručnu i naučnu pažnju aktuelizuju potrebu analize problematike finansiranja posledica ostvarenja katastrofalnih šteta, značaja osiguranja i veze između države i tržišta osiguranja. Zemljotres u Kraljevu od 3. novembra 2010. godine pogodio je preko 27.000 lica i uzrokovao materijalne štete procenjene na oko 132.260.000 dolara.¹ Zbog niske zastupljenosti

osiguranja od rizika zemljotresa (oko 0,8 % od imovinskih osiguranja ima pokriće za ovaj rizik) najveći deo materijalnih troškova (procene su preko dve milijarde dinara, odnosno preko 28 miliona dolara) pokriveno je iz budžetskih sredstava. Dakle, većina troškova zemljotresa u Kraljevu finansirana je iz sredstava budžeta. Slična situacija je bila i u Japanu s obzirom da je od procenjenih oko 100 milijardi dolara ukupnih ekonomskih šteta svega između 15 i 35 milijardi dolara procenjeno da će nadoknaditi sektor osiguranja.² Ključni razlozi nedovoljne razvijenosti osiguravajućih pokrića koja obuhvataju i rizik zemljotresa u Japanu su uslovljeni relativno visokim premijama, koje reflektuju očekivanja osiguravača u pogledu verovatnoće ostvarenja i intenziteta štetnih posledica ostvarenja rizika zemljotresa u ovoj zemlji, kao i relativno visokim franšizama, koje zahtevaju i do 50% učešće osiguranika u šteti. Nasuprot ovim primerima, indikativno je ukazati na način finansiranja posledica uragana Katrina koji je zadesio SAD 2005.

¹ EM-DAT: The OFDA/CRED International Disaster Database www.em-dat.net, Université Catholique de Louvain, Brussels, Belgium, 2011

² AIR Worldwide -

<http://alert.air-worldwide.com/EventSummary.aspx?e=549&tp=72&c=1>

godine. Ukupne štete ovog uragana iznosile su 125 milijardi dolara a osiguranjem je pokriveno 62,2 milijarde dolara³, odnosno blizu 50 % ukupnih šteta.

Finansiranje posledica ostvarenja katastrofalnih rizika zahteva značajne izdatke za državne budžete ali i za sektor osiguranja. Međutim, poseban problem postoji u zemljama u razvoju kao što je i Srbija gde osiguranje nije zastupljeno u dovoljnoj meri zbog čega veći deo troškova katastrofalnih događaja mora biti nadoknađen budžetskim sredstvima. Usmeravanje sredstava namenjenih podršci ekonomskog rasta i oslanjanje na donatorsku pomoć često su ključni pristupi u rešavanju problematike finansiranja katastrofalnih šteta. Imajući u vidu dugoročnu neodrživost navedenih pristupa, nameće se potreba istraživanja mogućih efikasnijih rešenja u upravljanju rizicima ostvarenja katastrofalnih šteta na nivou osiguravajućih društava i država. Imajući to u vidu, u radu prvo dajemo pregled značaja osiguranja u razvijenim zemljama i analiziramo trendove ostvarenja kata-

strofalnih šteta i ulogu osiguranja u njihovom finansiranju. Nakon analize tradicionalne uloge države na tržištu osiguranja, detaljno je analizirana potreba za novom ulogom države u svetu kao i stanje i perspektive finansiranja posledica katastrofalnih šteta u Srbiji.

1. ZNAČAJ OSIGURANJA

Prvi oblici zaštite od rizika bili su bazirani na udruživanju i podeli rizika između članova grupe izloženih rizicima. Na osnovama prvobitnih oblika udruživanja u cilju upravljanja rizicima nastaje osiguranje koje se bazira na načelima solidarnosti i uzajamnosti, odnosno primeni zakona velikih brojeva. Osnovni razlog nastanka i ključna funkcija koju osiguranje ostvaruje i u modernoj ekonomiji jeste funkcija posredne ekonomske zaštite imovine i života ljudi. Međutim, osiguranje ostvaruje i druge funkcije koje obuhvataju unapređenje razmene, trgovine i preduzetništva, unapređenje mobilizacije i efikasnosti u alokaciji mobilisanih finansijskih sredstava kao i funkciju unapređenja životnih uslova.⁴

³ Insurance Information Institute - http://www.iii.org/facts_statistics/hurricanes.html

⁴ Njegomir, V.: *Osiguranje i reosiguranje: tradicionalni i alternativni pristupi*, Tectus, Zagreb, 2011

Osim direktne koristi u smislu zaštite od rizika osiguranje posmatrano sa aspekta pojedinca ima i brojne druge koristi. Zahvaljujući postojanju osiguravajućeg pokrića pojedinci neće morati da imaju na raspolaganju relativno velike rezerve finansijskih sredstava već ta sredstva mogu profitabilnije da angažuju na finansijskom tržištu, čime se indirektno doprinosi i razvoju finansijskog tržišta. Osiguranje omogućava pojedincima da poseduju sopstvene stambene objekte, ima pozitivan uticaj na uvećane obima kupovina, čime se indirektno podstiču privredne aktivnosti jer je potrošnja osnovni pokretač ekonomskog rasta i razvoja, profite ali i zapošljavanje i to kako u okviru samog sektora osiguranja tako i van njega. U Evropi, na primer, sektor osiguranja reprezentuje 5.000 kompanija koje direktno upošljavaju preko milion ljudi. Samo u Velikoj Britaniji je sektor osiguranja, u 2008 godini na primer, zapošljavao oko 313.000 ljudi a u SAD 2,3 miliona ljudi. Ove kompanije takođe indirektno upošljavaju oko milion agenata i brokera osiguranja i finansijskih posrednika.

Postojanje razvijenog sektora osiguranja značajno je i zbog činjenice da osiguranje ima veoma

značajnu ulogu u podsticanju domaće proizvodnje, inovacija, preduzetništva i trgovine. Brojne empirijske i teorijske studije⁵ naglašavajući značaj osiguranja u ekonomiji i društvu između ostalog ukazuju da osiguranje unapređuje konkurentnost i doprinosi razvoju trgovine, preduzetničkih aktivnosti i unapređuje efikasnost alokacije kapitala. Jedan od osnovnih razloga nastanka osiguranja kao oblika podele rizika bila je nemogućnost primitivnih društvenih zajednica da podrže trgovinu i poslovne aktivnosti kada su ove aktivnosti doživele značajniji rast i razvoj u pogledu veličine i verovatnoće potencijalnih šteta. Poznato je da se prvo razvilo pomorsko osiguranje kao odgovor na potrebe trgovaca da dele špekulativne rizike koji su proizilazili iz njihovih poslovnih aktivnosti. Smatra se da je tržište osiguranja bilo ključno za razvoj trgovine i proces industrijalizacije.⁶ U savremenim uslovima poslovanja osiguranje takođe predsta-

⁵ Njegomir, V.: „Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori“, *Računovodstvo*, Vol. 54, Br. 5-6, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, 2010, str. 50-68.

⁶ *The Economic Value of General Insurance*, Association of British Insurers, London, March 2005, p. 7

vlja pokretača privrednih aktivnosti jer kada ne bi postojala institucija osiguranja kompanije bi morale da izdvajaju ogromna finansijska sredstva, znatno veća nego što iznosi premija osiguranja, u posebne fondove čime bi se ograničile njihove razvojne mogućnosti. Proizvodnja i prodaja mnogih proizvoda u savremenim uslovima moguća je ukoliko su ti proizvodi osigurani, kako u prometu i transportu tako i sve više u pogledu odgovornosti proizvođača po osnovu proizvedenih proizvoda. Osiguranje ima i značajnu posrednu ulogu u ekonomiji u vidu pružanja informacija o izloženosti rizicima pojedinaca, privrednih subjekata i čitavog društva. Naime, nivo premija osiguranja može se posmatrati kao indikator rizika kojima su osiguranici izloženi kao i koja je verovatnoća da će do potencijalnih šteta doći. Takve informacije značajne su privrednim subjektima u sprovođenju analiza troškova i koristi cost-benefit analiza, odnosno poređenja rizika i potencijalnih povrata koje određeni projekti ili poslovni poduhvati mogu produkovati a čime se obezbeđuje racionalna raspodela ograničenih raspoloživih resursa.

Obezbeđenje zaštite od rizika, pružanjem usluga osiguranja i reosiguranja, oduvek je predstavljalo pri-

marnu funkciju sektora osiguranja. Međutim, upravljanje rezervama u kontekstu limitiranosti izloženosti rizicima osiguranja s jedne strane, i traganja za investicionim prinosima na finansijskom tržištu s druge strane, postaje osnovni preduslov optimiziranja performansi osiguravajućih društava i ključni korak u upravljanju rizikom.⁷ Prihodima od plasmana akumuliranih sredstava osiguravajuća društva mogu, između ostalog, da na bolji način upravljaju preuzetim rizicima od svojih osiguranih i po osnovu ostvarenih prihoda ponude nižu cenu osiguravajuće zaštite a time postanu konkurentniji u tržišnoj utakmici. Rastuća institucionalizacija finansijske štednje, s rastućim značajem uloge penzijskih i investicionih fondova i osiguravajućih društava, predstavlja najvažniju promenu na finansijskim tržištima u novije vreme.⁸ Funkcija mobilizacije novčanih sredstava u formi rezervi osiguravajućih društava, ili kako se

⁷ Njegomir, V.: „Upravljanje imovinom i obavezama osiguravajućih društava“, *Računovodstvo*, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, br. 5-6, 2006, str. 94-103

⁸ Njegomir, V.: „Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori“, *Računovodstvo*, Vol. 54, Br. 5-6, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, 2010, str. 50-68.

još u literaturi naziva ova funkcija, finansijsko-akumulatorska funkcija⁹ ili kao izvor investicionih fondova¹⁰, proizilazi iz činjenice da se premije osiguranja plaćaju unapred a da štete, odnosno isplata po osnovu nastalih šteta nastaje sukcesivno u toku godine. Novčanim sredstvima prikupljenim od osiguranika u, tako reći, beskrajno malim iznosima daje se vid krupnih novčanih sredstava.¹¹ Interes je svakog društva da sredstva prikupljena u rezervama osiguravajućih kompanija budu što veća.

Posebno je značajan doprinos osiguravača kao institucionalnih investitora u pogledu unapređenja efikasnosti investicija. Mobilizacijom finansijske štednje osiguravajuća i reosiguravajuća društva unapređuju efikasnost finansijskog sistema na tri načina¹²: 1. doprinose smanjenju transakcionih troškova poveziva-

njem suficitnih i deficitnih sektora finansijske štednje, 2. kreiraju likvidnost – osiguranici imaju trenutni pristup finansijskim sredstvima po osnovu naknade šteta i štednje u slučaju nastanka osiguranog slučaja a korisnici finansijskih sredstava imaju mogućnost da odloženo vraćaju pozajmljena sredstva čime se eliminiše nelikvidnost karakteristična za direktne odnose finansiranja i 3. obezbeđuju ekonomiju obima u investiranju jer su mobilisana ogromna sredstva po osnovu akumuliranja sitnih iznosa premija pojedinačnih osiguranika čime se obezbeđuje podrška za velike investicione projekte i podstiče ekonomska efikasnost.

S društvenog stanovišta osiguranje je ekonomski mehanizam koji umanjuje i eliminiše rizik putem kombinovanja dovoljnog broja homogenih izlaganja riziku u grupi šime se gubici prevode u predvidive za grupu kao celinu. Postoje značajne razlike između zemalja sa visokom penetracijom osiguranja i onih sa niskim. Ove razlike posledično umanjuju značaj osiguranja u manje razvijenim zemljama. Tako na primer u Aziji, ugrožene zemlje oko Indijskog okeana nakon cunamija nisu, zbog neadekvatne osiguravajuće zaštite, imale mogućnost da no-

⁹ Kočović, J. i Šulejić, P.: *Osiguranje*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2002, str. 36

¹⁰ Rejda, G.E.: *Risk Management and Insurance*, Pearson Education, Inc., 2005, p. 30

¹¹ Marović, B., Kuzmanović, B. i Njegomir, V.: *Osnovi osiguranja i reosiguranja*, Princip Press, Beograd, 2009.

¹² Policy Issues in Insurance No. 3: *Insurance Regulation, Liberalisation and Financial Convergence*, OECD, Paris, 2001, p. 80

vac za obnovu njihovih ekonomija „dobiju“ iz rezervi osiguravajućih društava. Sumarno, društvene koristi koje osiguranje ima uključuju¹³:

- slobodu od onoga što bi bez postojanja osiguranja predstavljalo velike lične i poslovne prepreke kao što su veća obazrivost, smanjena avanturističnost i produktivnost,
- sigurnost u kući i na poslu od nezgoda, kriminala, požara i rušilačkog dejstva prirodnih sila,
- bolje zdravlje koje se osiguranjem obezbeđuje putem investicija u zdravstvenu zaštitu i putem naglašavanja značaja rehabilitacije,
- prosperitet preko podrške preduzetničkoj energiji, inovativnosti i preuzimanju rizika,
- fleksibilnost time što je osiguranje bolje prilagođeno individualnim okolnostima i omogućava da društveni i ekonomski život manje zavisi od države.

2. TRENDОВИ ОСТВАРЕНЈА КАТАСТРОФАЛНИХ ШТЕТА I УЛОГА ОСИГУРАНЈА

Katastrofalni događaji predstavljaju događaje koji se retko dešavaju ali čije se štetne posledice mere u milionima i milijardama dolara. Property Claims Services, deo Insurance Services Office iz SAD, pod katastrofalnim događajem podrazumeva svaki štetni događaj čija je vrednost osiguranih šteta na imovini jednaka ili veća od 25 miliona dolara i koji negativno utiče na značajan broj osiguranika i osiguravača.¹⁴ Pre 1997. godine ovaj iznos bio je određen na nivou od pet miliona dolara. Povećanje iznosa pravda se inflacijom kao i porastom vrednosti materijalnih dobara. Takođe, nailazi se i na pojam megakatastrofa koje Nacionalna asocijacija osiguravača u SAD definiše kao katastrofalne događaje čije štetne posledice mogu ugroziti sposobnost osiguravajućeg sektora u SAD da nastavi sa svakodnevnim aktivnostima.¹⁵ Zajednička karakteristika različitih definicija katastrofalnih događaja jeste da ob-

¹³ *The Social Value of General Insurance*, Association of British Insurers, London, 2005, p. 3

¹⁴ Insurance Services Office - http://www.iso.com/index.php?option=com_content&task=view&id=744&Itemid=618

¹⁵ *White Paper Catastrophe Risk Management for the U.S. Economy*, Property and Casualty Insurance (C) Committee, National Association of Insurance Commissioners, 2005, str. 1

uhvataju četiri osnovne karakteristike: reč je o događajima koji se ne pojavljuju redovno, ovi događaji su po pravilu veoma štetni u pogledu ljudskih i materijalnih posledica, po pravilu utiču na veliku populaciju i ugrožavaju ogromne materijalne vrednosti a mogu biti uzrokovani prirodnim ili ljudskim faktorom.

U periodu od 1974. do 2003. godine desile su se 6.367 prirodne katastrofe, ne računajući epidemije. Ove prirodne katastrofe usmratile su preko dva miliona ljudi, uticale su na preko 5,1 milijardu ljudi i prčinile su materijalne štete u vrednosti od preko 1,38 biliona dolara.¹⁶ Posebno je značajan uticaj ovih katastrofa bio za zemlje u razvoju. Tri četvrtine od ukupnog broja svih prirodnih katastrofa ostvarenih u periodu od 1970. do 2002. godine kao i 99% ugroženih u svim prirodnim katastrofama u istom periodu bilo je u zemljama u razvoju.¹⁷ Za 2005. godinu, u kojoj su ukupne ekonomske štete od prirodnih katastrofa koštale 230 milijardi dolara ili

0.5 % ukupnog svetskog bruto domaćeg proizvoda a osiguranjem pokrivenne iznosile 83 milijarde dolara, smatrano je da predstavlja najkatastrofalniju godinu u dosadašnjoj istoriji ali da predstavlja izuzetak. Potom se desila 2008. godina, druga po redu godina po veličini šteta, a potom je 950 prirodnih katastrofa u 2010. godini izazvalo ukupne ekonomske štete u visini od 130 milijardi dolara i od čega su štete za sektor osiguranja procenjene na 37 milijardi dolara.¹⁸

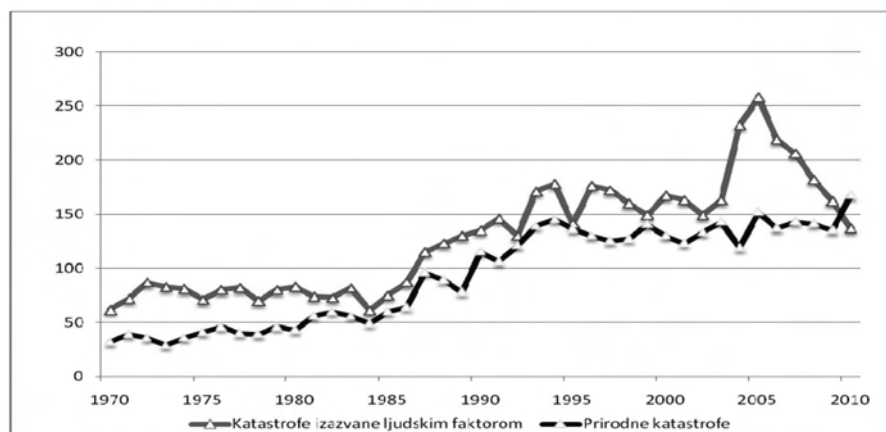
Upravljanje katastrofalnim rizicima sve više privlači pažnju naučne i stručne javnosti, kako zbog sve češćih ispoljavanja katastrofalnih događaja sa sve razornijim posledicama, kao što su bili teroristički napad na SAD 2001. godine i sezone uragana iz 2004. i 2005. godine, tako i zbog prognoza da će se ovi rizici ostvarivati sve učestalije sa sve većim razornim posledicama. Grafikonom 1 predstavljen je broj katastrofalnih događaja ostvarenih u periodu između 1970. i 2010. godine.

¹⁶ Guha-Sapir, D., Hargitt, D. and Hozois, P.: *Thirty Years of Natural Disasters 1974-2003*, The Numbers, Centre for Research on the Epidemiology of Disasters, Presses universitaires de Louvain, 2004, p. 14

¹⁷ Rasmussen, T.N.: "Macroeconomic Implications of Natural Disasters in the Caribbean", *IMF Working Paper* No. 04/224, International Monetary Fund, 2004, p.4.

¹⁸ Munich Re, Munich, 2011 - http://www.munichre.com/en/media_relations/press_releases/2011/2011_01_03_press_release.aspx

Grafikon 1. Broj katastrofalnih događaja ostvaren u periodu između 1970. i 2010. godine



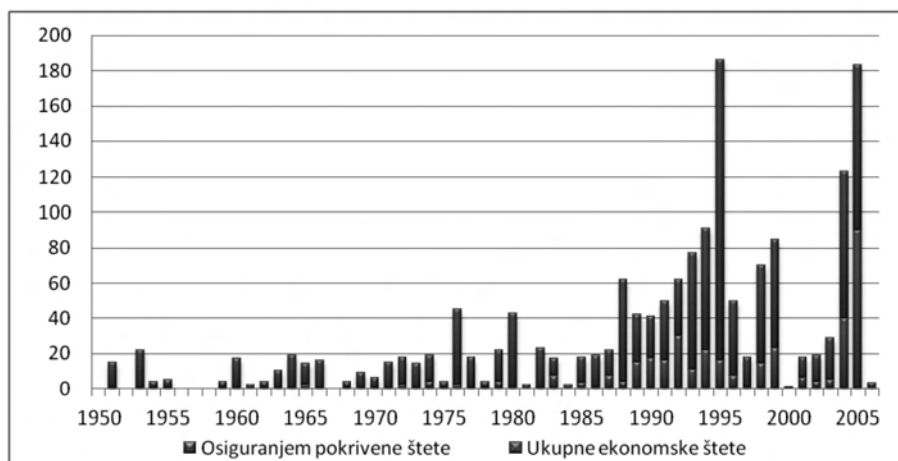
Izvor: Bevere, L., Rogers, B. and Grollmund, B.: „Natural catastrophes and man-made disasters in 2010: a year of devastating and costly events“, *Sigma* No. 1, Swiss Re, Zurich, 2011

Kao što pokazuje grafikon, broj katastrofalnih događaja uzrokovanih ljudskim faktorom povećao se sa 60 u 1970. godini, na 248 događaja u 2005. godini, dok se u istom periodu broj katastrofalnih događaja uzrokovanih negativnim dejstvom prirodnih sila povećao sa 30 na 50. Učestalost pojavljivanja katastrofalnih događaja sa sve štetnijim posledicama, međutim, naročito se povećala u poslednje vreme s obzirom da je od deset najvećih šteta ikada ostvarenih za tržište osiguranja njih osam ostvareno u poslednjih deset godina a čak pet u 2004. i 2005. godini. Osim povećavanja verovatnoće ostvarenja

štetnih događaja prisutan je i trend povećanja intenziteta štetnih posledica (vidi Grafikon 2).

Kao što se vidi sa grafikona, prisutan je trend porasta vrednosti šteta izazvanih ostvarenjem katastrofalnih događaja, posebno izražen početkom novog milenijuma i tokom devedesetih godina dvadesetog veka. Dok su osiguranjem pokrivenne katastrofalne štete u periodu između 1970. i 1989. godine koštale tržište osiguranja u proseku 8.3 milijardi dolara godišnje, u periodu između 1990. i 2007. godine njihovo ostvarenje je ovaj sektor koštalo u proseku 32 milijarde dolara godišnje.

Grafikon 2. Štete uzrokovane dejstvom prirodnih sila za ekonomiju i tržište osiguranja za period od 1950. do 2006. godine u milijardama dolara (vrednost dolara je svedena na vrednost iz 2006. godine)



Izvor: NatCatSERVICE, Geo Risks Research, Munich Re, 2007

Osiguranje kao oblik zaštite od rizika najbolje funkcioniše u uslovima postojanja rizika koje karakteriše mali intenzitet mogućih posledica, koji su statistički nezavisni i čija je distribucija verovatnoća nastanka relativno stabilna tokom vremena. Većina rizika koji se pojavljuju nezavisno u masi slučajeva i koji nisu katastrofalni, odnosno ne dolazi do kumuliranja šteta, ima karakteristike pouzdane predvidivosti na osnovu istorijskih podataka a primenom Zakona velikih brojeva. Po definiciji, katastrofalni događaji se retko dešavaju, ne uzrokuju gubitke za osiguravajuća društva u većem bro-

ju godina a u pojedinim godinama izazivaju ogromne troškove koji prete samom opstanku osiguravajućih društava, što predstavlja jasno narušavanje spomenutog uslova u pogledu učestalosti ostvarenja rizika. Drugi uslov kod rizika koji nemaju svojstvo katastrofalnih je nezavisnost njihovog ostvarenja. Katastrofalni događaji po pravilu uzrokuju istovremene štete kod velikog broja osiguranika. Fundamentalna dilema za osiguravajuća i reosiguravajuća društva jeste kako da na adekvatan način tretiraju ove rizike čija je, istorijski posmatrano, osnovna karakteristika da je reč o događaji-

ma sa niskom verovatnoćom nastanka i značajnim negativnim posledicama ostvarenja

Problematika diverzifikacije rizika ostvarenja katastrofalnih šteta uzrokuje povećanje troškova pružanja osiguravajućeg pokrića s obzirom da je neophodno transferisanje značajnog rizika na tržište reosiguranja ili tržište kapitala, čime se unapređuje diverzifikacija ali i povećava zavisnost od ovih tržišta a često i cena. Posebni problemi nastaju u uslovima ograničenih kapaciteta tržišta retrocesija i reosiguranja koji dovode do povećanja premija reosiguranja što se neposredno odražava na povećanje ili ograničavanje ponude osiguravajućeg pokrića. Oskudica reosiguravajućeg kapaciteta u SAD koja je nastala nakon uragana Andrew, posebno za velika nacionalna osiguravajuća društva, primorala je osiguravajuća društva, reosiguravače i investicione banke da tragaju za novim rešenjima disperzije rizika prirodnih katastrofa. Tržište kapitala postaje novi izvor mogućnosti za plasman rizika osiguravajućih društava.¹⁹ Tendencije u ostvarenju katastrofalnih šteta

koje uzrokuju ograničavanje kapaciteta osiguravajućeg i reosiguravajućeg kapaciteta i posledičnog rasta premija dovode do povećavanja izdvajanja iz budžeta za finansiranje katastrofalnih šteta.

3. TRADICIONALNA ULOGA VLADA DRŽAVA NA TRŽIŠTU OSIGURANJA

Navedeni trendovi u ostvarenju katastrofalnih šteta naglašavaju potrebu njihovog razmatranja u kontekstu uloge države. Iako je sektor osiguranja i reosiguranja najugroženiji, katastrofalni događaji uzrokuju značajne probleme za čitave ekonomije čak i najrazvijenijih država. Istorijski posmatrano različiti oblici udruživanja, od plemenske zajednice, porodice, države do osiguranja imali su za cilj da obezbede zaštitu od rizika. Uloga države je po definiciji da na svojoj teritoriji zaštititi građane i imovinu od rušilačkog dejstva prirodnih sila i opasnosti povezanih sa čovekovim delovanjem i stvori uslove za neometano poslovanje privatnog sektora, odnosno podstiče privređivanje bazirano na tržišnim principima. Imajući to u vidu država na tržištu osiguranja interveniše neposredno i posredno.

¹⁹ Njegomir, V.: *Osiguranje i reosiguranje: tradicionalni i alternativni pristupi*, Tecus, Zagreb, 2011

Posredna intervencija države ostvaruje se putem regulacije uslova poslovanja osiguravajućih društava u cilju zaštite osiguranika. Istorijski je potvrđeno da je usmeravanje ekonomskih aktivnosti, uključujući aktivnosti osiguravajućih društava, najadekvatnije ukoliko je bazirano na tržišnim mehanizmima. U tržišnim ekonomijama tržište daje odgovor na tri ključna pitanja - šta, kako i za koga će se proizvoditi. Tržišta mogu da budu organizovana ili ne ali je u suštini reč o mehanizmu koji omogućava spajanja kupaca i prodavaca koji po tržišno određenim cenama razmenjuju određene robe i usluge. Analogno tome, tržište osiguranja obuhvata brojne aktere na strani ponude i tražnje čiji su predmet razmene usluge osiguravajućeg pokrća koje se razmenjuju po tržišno utvrđenim premijama osiguranja.

Posredna uloga države, odnosno njenih organa, na tržištu osiguranja odnosi se na regulaciju sprovođenja delatnosti osiguranja. Naime, ključna uloga države na tržištu osiguranja jeste stvaranje regulatornog okvira koji će moći da obezbedi efektivno i efikasno sprovođenje delatnosti osiguranja. Razlikuju se zakonska i podzakonska akta kojima se regulišu statusna pitanja i akta kojima se

regulišu obligaciono-pravni odnosi sprovođenja delatnosti osiguranja. U Srbiji, na primer, ključni izvor prava statusnog karaktera jeste Zakon o osiguranju²⁰ kojim se regulišu pitanja osnivanja, poslovanja, upravljanja i prestanka rada osiguravajućih društava i drugih subjekata na tržištu osiguranja. Najvažniji izvor obligacionog prava u Srbiji jeste Zakon o obligacionim odnosima²¹ kojim se regulišu sva pitanja vezana za ugovorne odnose, odnosno obaveze ugovornih strana, zaključenje, trajanje i prestanak važenja ugovora o osiguranju.

Regulacija delatnosti osiguranja postoji prvenstveno zbog potrebe zaštite osiguranika kao potrošača a usmerena je u pravcu: 1) sprečava-

²⁰ Zakon o osiguranju, prečišćeni tekst sačinjen na osnovu Zakona o osiguranju objavljenog u „Službenom glasniku RS“, br. 55/04 i 70/04 – ispr. i izmena i dopuna objavljenih u „Službenom glasniku RS“, br. 61/05, 61/05 – dr. zakon, 85/05 – dr. zakon i 101/07 - http://www.nbs.rs/export/inter-net/latinica/20/zakoni/osiguranje_200561.pdf

²¹ Zakon o obligacionim odnosima, „Službeni list SFRJ“, br. 29/78, 39/85, 45/89, 57/89, „Službeni list SRJ“, br. 31/93, 22/99, 23/99, 35/99, 44/99, Beograd, 1978

nja nesolventnosti osiguravajućih društava, 2) zaštite osiguranika zbog manjeg znanja i pregovaračke snage u odnosu na osiguravače, 3) obezbeđenja pravičnih premija osiguranja, imajući u vidu nesavršenost mehanizma tržišnog regulisanja premija i 4) ostvarenja socijalnih ciljeva, obezbeđenjem široke raspoloživosti usluga osiguravajućeg pokrića.²² Osiguranje predstavlja oblik upravljanja rizikom koji osiguranicima uz nadoknadu, koja predstavlja članstvo u zajednici rizika, obezbeđuju osiguravajuća društva. Suštinski, osiguranici kupuju buduće obećanje plaćanja koje će biti izvršeno ukoliko se osigurani slučaj ostvari. Rizik koji se transferiše osiguranjem može ali i ne mora da se ostvari. Samo ukoliko se rizik ostvari osiguranici će spoznati pouzdanost osiguravača a ukoliko osiguravač ne bude u mogućnosti da izmiri svoje obaveze prema osiguranicima, osiguranje postaje besmisleno. Naime, osnovna uloga osiguranja jeste funkcija zaštite a ukoliko osiguravajuće pokriće samo po sebi nije sigurno, čitav sistem osiguranja prestaje da funkcioniše. U Srbiji je, na primer, tokom

devedesetih godina a posebno zahvaljujući hiperinflaciji iz 1993. godine, usled neizmirivanja obaveza osiguravajućih društava prema osiguranicima, u velikoj meri derogirano poverenje u instituciju osiguranja. Postojanje javnog poverenja u instituciju osiguranja ključno je za razvoj ove delatnosti a ključna uloga države je da obezbedi da poverenje javnosti u instituciju osiguranja nikada ne bude narušeno.

Imajući u vidu da je ključni motiv pribavljanja osiguravajućeg pokrića obezbeđenje finansijske sigurnosti, obezbeđenje finansijskog zdravlja osiguravača, odnosno solventnosti, predstavlja najznačajniju oblast koja je predmet regulacije od strane državnih organa. Cilj regulisanja solventnosti je da se obezbedi zaštita osiguranika, bilo preventivno, redukovanjem rizika nesolventnosti ili naknadno, formiranjem garantnih rezervi čija je osnovna svrha da obezbede obeštećenje osiguranika onih osiguravača koji su postali nesolventni u obimu koji je jednak razlici između ukupne aktive nesolventnih osiguravača i ukupnih odštetnih zahteva njihovih osiguranika. Preventivna funkcija regulacije znatno je važnija, posmatrano iz perspektive potrebe redukcije ukupnog rizika za društvo, a njen cilj je

²² Marović, B., Kuzmanović, B. i Njegomir, V.: *Osnovi osiguranja i reosiguranja*, Princip press, Beograd, 2009

da se redukuje rizik nesolventnosti određivanjem kapitalnih zahteva i supervizijom osiguravača. Prvi oblici regulacije solventnosti u Evropi postavljeni su dvema direktivama, za neživotne osiguravače to je bila First Council Directive 73/239/EEC iz 1973 godine a za životne osiguravače to je bila First Council Directive 79/267/EEC. Ovim direktivama je zahtevano od osiguravajućih društava da poseduju adekvatnu veličinu kapitala koja bi im omogućila da se adekvatno izbore sa neizvesnošću koja proizilazi iz obavljanja poslova osiguranja. Počev od januara 2013. godine, osnovu regulacije solventnosti na nivou EU predstavljaće Direktiva solventnost II. Nova direktiva ima znatno širi spektar ciljeva u odnosu na prethodnu. Osim osnovnog cilja, obezbeđenja veće zaštite osiguranika, prevashodni cilj Solventnosti II je da bude podsticajna i da nagradi osiguravajuća društva koja primenjuju savremene prakse upravljanja rizikom koje su u saglasnosti s njihovom veličinom i prirodom poslovanja a što se nastoji ostvariti preko veće usaglašenosti kapitalnih zahteva s rizicima s koji-

ma se u svom poslovanju suočavaju osiguravači i reosiguravači.²³

Naime, u normalnim uslovima, kada sektor osiguranja i reosiguranja obezbeđuju dovoljno kapaciteta za pokriće izloženosti rizicima, uloga države bi trebalo da bude ograničena na ulogu regulatora. Međutim, u uslovima kada je ponuda osiguranja za katastrofalne rizike od privatnog sektora ograničena, opravdano je privremeno uključivanje države u finansiranje posledica katastrofalnih šteta. Ova direktna uloga države na tržištu osiguranja ostvaruje se osnivanjem državnih osiguravajućih društava ili putem finansijske podrške privatnom sektoru kada država ima ulogu reosiguravača u krajnjoj instanci. U zemljama regiona, na primer, osiguravajuća društva godinama ostvaruju loše rezultate u oblasti osiguranja poljoprivrede te je oblik državne intervencije, koji se ostvaruje u vidu državnih subvencija za premije osiguranja, neophodan u ovoj sferi. Međutim, neposredan oblik državne intervencije u vidu nadoknade štete koji se javlja u zemljama regiona nije opravdan, s obzirom da postoji

²³ Njegomir, V.: „Solvency II direktiva i njen uticaj na upravljanje rizikom u osiguravajućim društvima“, *Finansije*, Vol. 64, Br. 1-6, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, 2009, str. 272-306

mala zainteresovanost za osiguranjem, koje bi trebalo biti primarni oblik zaštite.

Uloga države na tržištu osiguranja varira od zemlje do zemlje. Tako na primer, u većini zemalja Evrope uloga države je uglavnom ograničena na regulisanje tržišta osiguranja. Međutim, u SAD postoji direktnija intervencija države kao posledica snažno negativno ispoljenih katastrofalnih rizika u ovoj zemlji tokom 2001, 2004. i 2005. godine. Na primer, preko osiguravajućeg društva sa

ulogom „poslednjeg utočišta“ – Citizens Property Insurance Company i reosiguravača - Florida Hurricane Catastrophe Fund, država ima direktan uticaj na tržište osiguranja u Floridi. Uloga države nije, međutim, karakteristična samo za SAD. U velikom broju zemalja članica OECD-a formiraju se na bazi poreskih prihoda fondovi za naknadu šteta nakon nastanka katastrofalnih događaja. U upravljanju rizicima ostvarenja katastrofalnih šteta postoji više instrumenata (vidi Tabelu 1).

Tabela 1. Instrumenti finansiranja posledica katastrofalnih šteta

Mere pre ostvarenja štete	Prednosti	Nedostaci
Osiguranje bazirano na obeštećenju	Nizak bazni rizik za osiguranike	Neophodna je procena šteta
Parametarsko osiguranje	Brza isplata šteta, niski administrativni troškovi	Prisutan bazni rizik za osiguranike
Uslovno finansiranje	Niski inicijalni troškovi, garantovan pristup sredstvima i unapred određeno finansiranje	Neophodno je vraćanje, troškovi kamata
Formiranje fondova	Primenljivost na nacionalnom nivou, ne utiče na finansijsku snagu	Skupa primena, utiče na preusmeravanje resursa
Mere nakon ostvarenja štete	Prednosti	Nedostaci
Budžet	Regularni izvor sredstava	Ograničena primena, utiče na preusmeravanje resursa
Povećanje poreza	Primenljivost na nacionalnom nivou	Ograničena primena, politički osetljiva, može ograničiti ekonomski oporavak
Dug	Standardni instrumenti, dokazana primena	Potencijalno spori i skupi instrumenti
Donatorska pomoć	Jeftina primena	Primena može biti spora i iznosi neizvesni

Izvor: Schnarwiler, R. and Trub, J.: „Closing the financial gap: New partnerships between the public and private sectors to finance disaster risks“, *Swiss Re*, Zurich, 2011, str. 7

Kao što se vidi u tabeli, uloga države u neposrednom finansiranju posledica ostvarenja katastrofalnih događaja može uključivati korišćenje sredstava budžeta, povećanje poreza, dodatno zaduživanje i pomoć donatora. Svi ovi oblici finansiranja ograničeni su. Na primer, na osnovu analize četrdesetgodišnjeg iskustva u zemljama Latinske Amerike procenjeno je da u proseku međunarodna donatorska pomoć može pokriti oko 8 % ukupnih šteta ostvarenih usled ostvarenja katastrofalnih događaja. Posebno je negativno baziranje finansiranja katastrofalnih šteta budžetskim sredstvima. Finansiranje šteta iz budžeta društveno je štetno s obzirom da je dugoročno neodrživo jer u potpunosti prebacuje troškove šteta na poreske obveznike a ne podstiče razvoj privatne inicijative, odnosno sektora osiguranja. S druge strane, u zemljama Evropske unije u skladu sa sporazumom iz Mاستrihta iz decembra 1991. godine, postavljena su ograničenja budžetskog deficita i javnog duga. Regulisano je da budžetski deficit ne sme biti veći od 3 % BDP-a a javni dug ne sme biti veći od 60 % BDP-a. Ova ograničenja usmerena u pravcu stabilizacije javnih finansija nedvosmisleno impliciraju neophodnost finansiranja šteta iz drugih izvora.

4. NOVI ODNOSI NA RELACIJI DRŽAVA – TRŽIŠTE OSIGURANJA

Brojna istraživanja ukazuju da ključni posredni uticaji ostvarenja katastrofalnih događaja uključuju²⁴

1) pogoršanje fiskalne pozicije, imajući u vidu da su vlade prisiljene da čine značajne budžetske rashode kako bi se finansirale posledice katastrofa, odnosno kako bi se pokrili troškovi rekonstrukcije u uslovima istovremenog smanjenja poreskih prihoda²⁵, 2) pogoršanje platnog bilansa s obzirom da su izvozne mogućnosti smanjene a uvoz raste, 3) ostvarenje negativnog uticaja na devizni kurs koji nastaje kao posledica pogoršanja platnog bilansa i zabri-

²⁴ Freeman, P.K., Keen, M. and Mani, M.: „Dealing With Increased Risk of Natural Disasters: Challenges and Options“, *IMF Working Paper* No. 03/197, International Monetary Fund, 2003, p.p. 11-13

²⁵ Mogućnost ostvarenja prihoda u velikoj meri zavisi od odnosa veličine katastrofalne štete prema snazi nacionalne ekonomije. Ako je veličina katastrofalne štete relativno mala u odnosu na snagu nacionalne ekonomije, moguće je obezbediti kontinuitet u naplati poreskih prihoda. U suprotnom, u uslovima izostanka stranih donacija, zemlje ili povećavaju zaduženost ili emituju novac.

nutosti u pogledu mogućnosti države da uredno servisira svoje dužove prema međunarodnim investitorima i 4) inflatorne pritiske.

Posebno je značajan uticaj na javne finansije, odnosno dugoročnu održivost javnog zaduživanja. U slučaju nastanka katastrofalnih šteta, bilo prirodnih katastrofa ili katastrofa izazvanih čovekovim delovanjem, nastaju značajni budžetski izdaci koji mogu ugroziti poverenje u javni dug zemlje u kojoj se katastrofalni događaj desio. Naime, katastrofalne štete stvaraju fiskalno opterećenje koje ugrožava kreditni rejting zemlje u viđenjima investitora, ako ne i formalnim smanjenjem kreditnog rejtinga od strane rejting agencija. Konačna posledica budžetskog opterećenja jeste smanjena mogućnost zaduživanja zemlje na finansijskim tržištima i/ili povećana cena zaduživanja.

Postoje različiti modaliteti koji se predlažu u cilju smanjenja negativnog uticaja ostvarenja katastrofalnih šteta na državne budžete. Na primer, moguće je tretiranje ostvarenja katastrofalnih događaja kao uslovne obaveze²⁶ ili je moguće razvijati sopstveno osiguranje, slično primeni keptiva²⁷ od strane pojedinačnih privrednih subjekata. Naime, moguće je predvideti redovno godišnje izdvajanje za finansiranje posledica ostvarenja katastrofalnih događaja. Dok je prvi pristup gotovo neizvodljiv u realnosti drugi može biti izuzetno troškovno neefikasan.²⁸ S razvojem tržišta osiguranja i reosiguranja u cilju finansiranja posledica ostvarenja katastrofalnih šteta u novije vreme nastaju rešenja koja zemlje mogu primenjivati u cilju redukovanja uticaja katastrofa na javne finansije. Partnerstvo javnog i privatnog sektora, kako na državnom tako i međunarodnom nivou, gde

²⁶ Freeman, P.K., Keen, M. And Mani, M.: „Dealing with Increased Risk of Natural Disasters: Challenges and Options“, *IMF Working Paper* No. 03/197, International Monetary Fund, 2003

²⁷ Njegomir, V.: „Upravljanje rizikom - sopstvena osiguravajuća društva (keptivi) kao alternativa osiguranju“, *Finansije*, Vol. 65, Br. 1-6, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, 2010, str. 297-317.

²⁸ Caballero, R.J. and Cowan, K.: „Financial Integration without the Volatility“, *MIT Department of Economics Working Paper* No. 08-04, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, MA, 2007

značajnu ulogu imaju i međunarodne institucije kao što je Svetska banka, i korišćenje mogućnosti transfera katastrofalnih rizika na investitorima na tržištu kapitala, predstavljaju najnovija rešenja nastala u cilju minimiziranja opisanog problema, posebno u uslovima ograničenih kapaciteta tradicionalnog, privatnog sektora osiguranja i globalnog tržišta reosiguranja.

Jedan od problema sa kojim se suočavaju zemlje u razvoju jeste nedovoljna zastupljenost privatnog osiguranja, bilo zbog neraspoloživosti određene vrste pokrića bilo zbog nezainteresovanosti osiguranika, pojedina i privrednih subjekata, koji se nadaju državnoj pomoći u slučaju ostvarenja katastrofalnih slučajeva. Takve tendencije prisutne su i u zemljama regiona. Na primer, za sve zemlje u regionu rizik poplava i rizik zemljotresa predstavljaju rizike sa potencijalno najznačajnijim posledicama. Prema podacima Katoličkog univerziteta u Louvainu u Belgiji poplave iz 2010. godine su među prvih deset najkatastrofalnijih prirodnih katastrofa ikada ostvarenih i u Hrvatskoj i Bosni i Hercegovini i Srbiji. Uprkos tome, u Hrvatskoj je svega 6 % građana imalo zaključeno osiguranje sa ugovorenim dopunskim pokrićem od rizika poplava a u

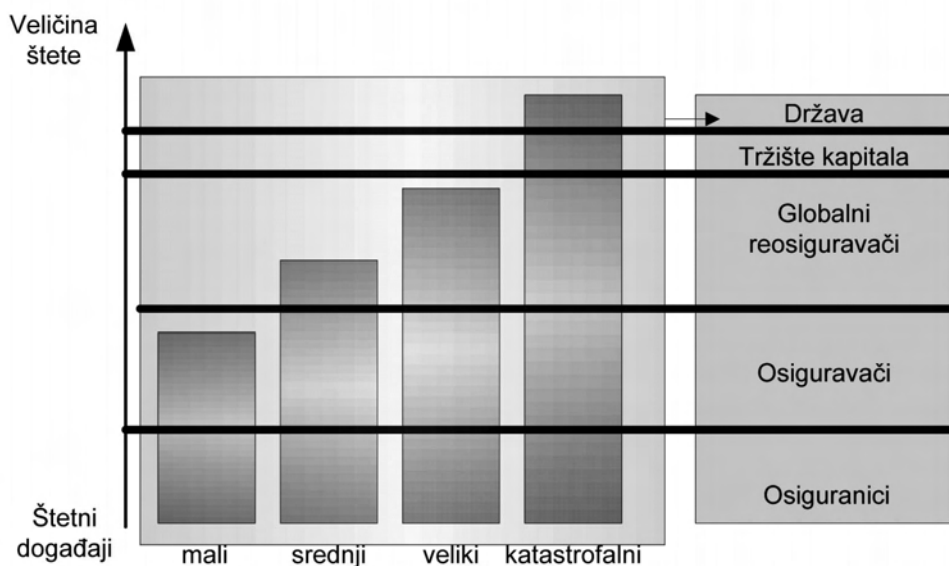
Srbiji je u svega 0.8 % imovinskih osiguranja ugovoreno dopunsko pokriće za rizik zemljotresa i rizik poplava. Smatramo da se mnogo bolji način direktnog učešća budžetskih sredstava u finansiranju šteta nastalih ostvarenjem katastrofalnih događaja može ostvariti putem partnerstva javnog i privatnog sektora²⁹ kao i obezbeđenju finansijske kompenzacije oštećenih u slučaju ostvarenja rizika koji ne ispunjavaju uslove osigurljivosti postavljene od strane privatnog sektora. Prednost partnerstva javnog i privatnog sektora je u činjenici da se na taj način može unaprediti 1) sposobnost modeliranja katastrofalnih šteta, 2) identifikacija efektivnih mera za smanjenje verovatnoće ostvarenja ali i negativnog uticaja u slučaju kada se štete već dese a prevashodno 3) kapaciteta za prihvatanje rizika.

²⁹ Na primer, Komitet za finansijska tržišta i komitet za osiguranje i privatne penzije OECD-a pokrenuli su inicijativu pod nazivom International Network on Financial Management of Large-Scale Catastrophes koja ima za cilj uspostavljanje globalne mreže saradnje po pitanjima finansijskog menadžmenta katastrofalnim događajima, razmenom informacija i iskustava između zemalja članica ali i onih koje nisu članice OECD-a.

Posmatrano sa ekonomskog aspekta, uloga države može biti i kontraproduktivna. Tipičan primer jeste državno sponzorisano osiguravajuće društvo Citizens Property Insurance Company, kod kojeg se javila paradoksalna situacija, zahvaljujući proširivanju njegove uloge i zamrzavanjem premija osiguranja, da ovo društvo dobije ulogu prvog izbora umesto „poslednjeg utočišta“. Prodaja osiguravajućeg pokrića za katastrofalne rizike ispod tržišne

cene i finansiranje razlike prihodima od premija iz drugih vrsta osiguranja ili novcem poreskih obveznika, stvorilo je probleme za privatni sektor. Takođe, osim problematike dugoročne neodrživosti, ovakvim pristupom se ne podstiču građani da prekinu sa investiranjima u oblastima izloženim dejstvu katastrofalnih rizika. Direktna uloga države prema predlogu Swiss Rea bi trebalo da se ograniči na tzv. vrhove rizika, kao što pokazuje Slika 1.

Slika 1. Potreba deljenja rizika između javnog i privatnog sektora



Izvor: Schnarwiler, R.: "Public Private Partnerships in Disaster Risk Management", Swiss Re, prezentacija na skupu u organizaciji Svetske banke pod nazivom "Dialogue on Private-Public Partnerships for Disaster Risk Reduction", Washington, DC, 22 February 2007, slajd 8

Jedan od mogućih pravaca razvoja partnerstava javnog i privatnog sektora u cilju finansiranja štetnih posledica ostvarenja katastrofalnih događaja na državnom nivou predstavljaju pulovi. U cilju obezbeđenja osiguravajućeg pokrića, u domaćim i međunarodnim razmerama, za katastrofalne rizike, kao što su nuklearni rizici, rizik terorizma ili zemljotresi, kao i za situacije nemogućnosti izravnjanja rizika, usled nedovoljnog broja istovrsnih rizika u portfelju osiguranja, osiguravajuća i reosiguravajuća društva formiraju pulove. Pulovi predstavljaju samostalna pravna lica koja su ugovorom obrazovala akcionarska društva za osiguranje, odnosno reosiguranje. Po svojim osnovnim karakteristikama, dopunskoj disperziji rizika, pulovi imaju sličnu funkciju kao i saosiguranje i reosiguranje.

Nacionalni pulovi predstavljaju pulove, osiguravajućih i reosiguravajućih društava, s državnom podrškom. Ovi pulovi formiraju se za obezbeđenje osiguravajućeg pokrića za velike rizike, kao što su zemljotresi i poplave, koji se smatraju fundamentalnim i koji su izvan kontrole pojedinaca ili grupa i imaju izuzetno negativne posledice na čitavu populaciju, privredu i infrastrukturu. Način funkcionisanja ovih pulova sličan je načinu funkcionisanja kla-

sičnih osiguravajućih pulova, s osnovnom razlikom što su ovi pulovi finansijski podržani i od strane države ili međunarodne institucije. Tipičan primer pula sa državnom podrškom je EXTREMUS, pul 16 osiguravača i reosiguravača za reosiguranje rizika terorizma u Nemačkoj. Privatni sektor osiguranja i reosiguranja u okviru ovog pula obezbeđuje sredstva u visini od dve milijarde evra a državnim garancijama obezbeđeno je dodatnih osam milijardi evra. Državna podrška obezbeđena je do kraja 2011. godine sa mogućnošću daljeg produženja (pul je formiran 2002. godine a do produženja uloge države za po dve godine došlo je 2007. i 2009. godine).

Jedan od tipičnih primera pulova u kojima učešće imaju međunarodne institucije jeste pul za osiguranje katastrofalnih šteta Turske (*Turkish Catastrophe Insurance Pool*). Ovaj pul podržan je od Svetske banke koja je učestvovala i u brojnim drugim programima finansiranja katastrofalnih šteta, uključujući primenu alternativnih mehanizama transfera rizika kao što su obveznice za katastrofalne štete u Meksiku, Kolumbiji, Kostarici, Karipskim ostrvima, Gvatemali i Malavima i podršci razvoju na indeksima baziranog osiguranja poljoprivrede.

U uslovima ograničenih kapaciteta na tržištu reosiguranja i retrocesija za prihvatom rizika osiguranja u poslednjih desetak godina, rešenje je pronađeno u transferisanju ovih rizika na tržište kapitala. Naime, osiguravajuća i reosiguravajuća društva počinju da primenjuju sekjuritizaciju rizika osiguranja s ciljem njegovog transfera, putem utrživih hartija od vrednosti, na investitore na tržištu kapitala. Obveznice za katastrofalne štete predstavljaju najčešće korišćene instrumente alternativnog transfera rizika koje kao zamenu za višegodišnje pokriće osigurljivih rizika koriste osiguravači i reosiguravači.³⁰ Reč je o dužničkim hartijama od vrednosti koje referišu rizik osiguranja. Investitorima omogućavaju ostvarenje relativno visokih prinosa i diverzifikaciju, imajući u vidu odsustvo korelacije rizika osiguranja sa drugim rizicima u investicionim portfeljima. Ukoliko se šteta definisana obveznicom desi investitori mogu izgubiti ne samo pripadajuću kamatu već i glav-

nicu. Prateći mogućnosti ovih instrumenata u finansiranju posledica katastrofalnih šteta za osiguravače i reosiguravače nastaju ideje o mogućnosti primene ovih instrumenata i na državnom nivou. Prvu primenu obveznica za katastrofalne štete u finansiranju katastrofalnih šteta Meksičkog FONDEN-a podržala je Svetska banka 2006. godine.

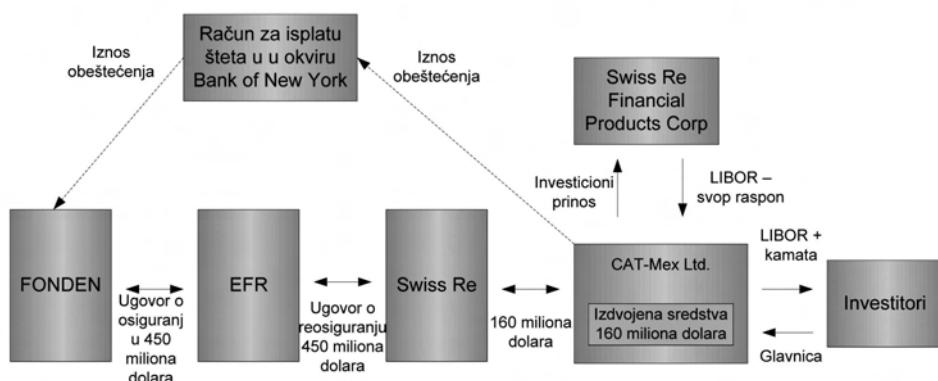
Meksička vlada je 2006. godine, uz podršku Svetske banke sponzorirala transakciju obveznica za rizik zemljotresa. Cilj emisije ovih obveznica jeste obezbeđenje dopunskih sredstava u slučaju ostvarenja rizika zemljotresa. Od ukupnog pokrića u visini od 450 miliona dolara, ova transakcija obveznica obezbeđuje pokriće na 160 miliona dolara, pri čemu je za ovo pokriće plaćena premija u visini od 26 miliona dolara. Ove obveznice strukturirane su na osnovu parametar-skog aktivatora, što znači da ne postoji potreba utvrđivanja stvarno nastale štete već je dovoljna verifikacija štete od strane kompanije AIR Worldwide (Applied Insurance Research Worldwide Corporation) koja je modelirala rizik zemljotresa u ovoj transakciji. S obzirom da je ugovor o pokriću izloženosti riziku zemljotresa za-

³⁰ Njgomir, V.: „Sekjuritizacija u funkciji finansiranja i upravljanja rizikom osiguravajućih društava“, *Finansije*, Vol. 63, Br. 1-6, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, 2008, str. 245-276.

ključen sa švajcarskim reosiguravačem Swiss Re, u slučaju nastanka štete ovaj reosiguravač će uplatiti sredstva FONDEN-u a za pokriveni deo se obešteti od investitora u obveznice. Gotovinski tokovi transakcije prikazani su Slikom 2.

rance (EFR), takođe podružnice Swiss Rea, a EFR je u potpunosti rizik preneo na Swiss Re ugovorom o reosiguranju. Zatim, reosiguravača Swiss Re zadržava 290 miliona dolara izloženosti riziku zemljotresa u Meksiku a 160 mili-

Slika 2. Gotovinski tokovi transakcije obveznica za katastrofalne štete
Meksičkog državno fonda za finansiranje katastrofalnih šteta (FONDEN)



Izvor: Hardle, W.K. and Cabrera, B.L.: „Calibrating CAT Bonds for Mexican Earthquakes“, *Journal of Risk and Insurance*, American Risk and Insurance Association, 2010, str. 625-650.

Strukturu transakcije prikazane na slici izradila je podružnica reosiguravača Swiss Re koja se bavi brokersko-dilerskim poslovima i poslovima strukturiranja transakcija sekjuritizacije rizika osiguranja Swiss Re Capital Markets (SCRM). Rizik zemljotresa FONDEN je preneo ugovorom o osiguranju na European Finance Reinsu-

ona prenosi na sredstvo posebne namene, osiguravača CAT-Mex Ltd, koji emituje obveznice za katastrofalne štete u vrednosti od 160 miliona dolara s rokom dospeća od tri godine. Ove obveznice prodaju se investitorima a sredstva prikupljena od investitora uvećana za 26 miliona dolara pripadajuće premije osiguranja, plasiraju se putem po-

sebnog kolateralizovanog računa Swiss Re Financial Products Corp. U zamenu za kvartalnu isplatu baziranu na LIBOR-u. Posebno se formira račun za isplatu šteta u okviru Bank of New York na koji će, u slučaju da do ostvarenja definisane štete dođe, CAT-Mex Ltd uplatiti sredstva za pokriće šteta FONDEN-u.

5. SEKTOR OSIGURANJA U SRBIJI – STANJE I PERSPEKTIVE

Sektor osiguranja u Srbiji pretrpeo je brojne promene od osnivanja prvih osiguravajućih društava do danas. Iako se prvobitni oblik osiguranja u Srbiji spominje u Zakoniku cara Dušana, prvi slučaj regulacije osiguranja javlja se u Srpskom građanskom zakoniku iz 1844. godine. Čitav razvoj osiguranja i regulacije ove delatnosti na našim prostorima bio je određen opštim društvenim i ekonomskim zbivanjima. Nakon Drugog svet-skog rata oblast osiguranja sprovedena je na principima državnog i društvenog vlasništva da bi 1990. godine, usvajanjem Zakona o osnovama sistema osiguranja imovine i lica, bilo dozvoljeno osnivanje osiguravajućih društava na

tržišnim principima. Nakon raspada bivše SFRJ 1991. godine, regulacija i sprovođenje delatnosti osiguranja bazira se na tržišnim principima.

Uloga države u domicilnim uslovima prvenstveno je fokusirana na kreiranje regulatornog okvira koji treba da obezbedi uspešno funkcionisanje delatnosti osiguranja. Uprkos postavljanju osnova za slobodno delovanje tržišnih mehanizama, uloga privatnog sektora osiguranja u finansiranju posledica ostvarenja katastrofalnih šteta nije značajana. Na to ukazuje spomenuti primer finansiranja posledica zemljotresa u Kraljevu. Razlog za malo učešće privatnog sektora osiguranja u finansiranju katastrofalnih šteta predstavlja nedovoljna razvijenost osiguranja. Tabelom 2 predstavljena je veličina premija po stanovniku za 2009. godinu u dolarima u Srbiji, zemljama regiona bivše Jugoslavije i namernim uzorkom izabranim razvijenim zemljama.

Ekonomski rast zajedno sa liberalizacijom, privatizacijom i povećanim prisustvom stranih kompanija koje su sa sobom donele značajna finansijska sredstva, nove proizvode, napredne tehnike upravljanja rizikom, imovinom i obavezama

Tabela 2. Premije osiguranja po stanovniku u 2009. godini u 10 zemalja sa najvećom premijom po stanovniku i u zemljama regiona bivše Jugoslavije (u dolarima)

Država	Ukupne premije	Premije životnih osiguranja	Premije neživotnih osiguranja
Holandija	6554.6	2046.1	4508.5
Švajcarska	6380.1	3503.9	2876.2
Luksemburg	5232.5	3234.9	1997.6
Danska	5208.3	3495.5	1712.8
Velika Britanija	4563	3512	1051
Irska	4458	3298.1	1159.9
Finska	4292.9	3418.2	874.7
Francuska	4269.1	2979.8	1289.3
Japan	4074.3	3226.8	847.5
SAD	3742.6	1633	2109.6
Slovenija	1418.3	431.1	987.2
Hrvatska	401.5	106.2	295.3
Srbija	108.2	14.8	93.4
BiH	88.5	13.4	75.1
Makedonija	71.6	3.5	68.2
Crna Gora	151.6	13.7	132.9

Izvor: Straib, D. and Bevere, L.: „World insurance in 2009: Premiums dipped, but industrz capital improved“, *Sigma* No 2, *Swiss Re*, 2010. Podaci za BiH, Crnu Goru i Makedoniju – Agencija za osigurnje u BiH, Agencija za nadzor osiguranja Crne Gore i Agencija za supervizija na osiguruvanje. Podaci svedeni na vrednost dolara 31.12.2009.

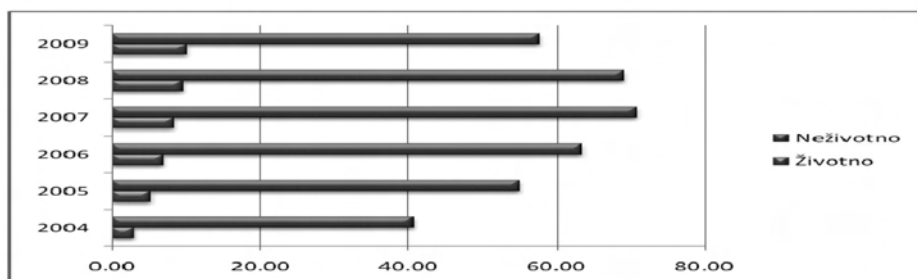
imali su najznačajniji pozitivni uticaj na razvoj sektora osiguranja zemalja regiona.³¹ Razvoj osiguranja u Srbiji, meren kretanjima premija životnih i neživotnih osiguranja po stanovniku u periodu između 2004. i 2009. godine prikazuje Grafikon 3.

Posledice ostvarenja katastrofalnih šteta se na prostorima svih zemalja bivše Jugoslavije, uključujući

i Srbiju, u najvećoj meri finansiraju sredstvima budžeta. Problem, međutim, ne predstavlja potreba pružanja prve pomoći, raščišćavanja puteva kao i rekonstrukcija infrastrukture već očekivanja privatnog sektora, kako fizičkih tako i pravnih lica, da štete koje prouzrokuju katastrofalni događaji treba da nadoknadi država. Preveliko oslanjanje na isplatu naknada šteta iz budžetskih sredstava i ne preduzimanje nikakvih mera u pravcu upravljanja rizicima, kratkoročno posmatrano, ne može da obezbedi potpuno pokriće za sve nastele

³¹ Njegomir, V.: „Empirijska analiza uticaja finansijske krize na sektor osiguranja u regionu“, *Osiguranje*, Vol. 50, Br. 5, Croatia osiguranje, Zagreb, 2010, str. 32-47.

Grafikon 3. Kretanje premije životnih i neživotnih osiguranja u Srbiji po stanovniku u evrima u periodu 2004-2009 godina



Izvor: Kalkulacije autora, Narodna banka Srbije.

štete u uslovima ograničenosti budžetskih sredstava kao što je slučaj u Srbiji. Na odsustvo postojanja potpunog pokrića jasno ukazuje značajna razlika između procenjenih ukupnih šteta nastalih ostvarenjem zemljotresa u Kraljevu i procenjene visine sredstava državne intervencije. Takođe, budžetsko finansiranje šteta privatnog sektora dugoročno nije održivo s obzirom da ograničene sposobnosti privrede smanjuju ekonomski rast a time i buduće budžetske prihode koji se u najvećoj meri ostvaruju po osnovu ubiranja poreza. Dakle, ključno pitanje u pogledu budućeg razvoja sektora osiguranja kao i načina finansiranja katastrofa u Srbiji, uključujući i ulogu države, odnosi se na pronalaženje načina stimulisanja bržeg razvoja osiguranja kako bi se iskoristile do

sada neiskorišćene funkcije osiguranja koje ono ima u razvijenim zemljama.

Unapređenje regulative, kao što je demonstriralo uvođenje Zakona o osiguranju 2004. godine, može dati podsticaj razvoju osiguranja (vidi Grafikon 3). Naime, navedeni zakon bez obzira na izvesne manjkavosti doveo je do stvaranja regulatornog okvira koje je podsticajno uticalo na unapređenje tržišta osiguranja, prvenstveno putem unapređenja poverenja javnosti u instituciju osiguranja. Takođe, zakonom je predviđeno da ulogu supervizora sektora osiguranja u Srbiji obavlja Narodna banka Srbije (NBS). Uloga NBS na tržištu osiguranja dala je snažan podsticaj povećanju poverenja javnosti u instituciju osiguranja s obzirom da je samo u 2005. godini devet osigurava-

jućih društava ostalo bez dozvole za rad. Dozvole su oduzete u cilju podsticanja poverenja javnosti a zbog uočenih nepravilnosti u radu koje su uključivale odsustvo sigurnosti ulaganja, odsustvo adekvatnog upravljanja, odsustvo transparentnosti rada, odsustvo redovnog izveštavanja, nekompletnosti poslovnih knjiga, prelivanja sredstava osiguranja u povezana pravna lica, duplo izdavanje polisa, neuredno izmirivanje obaveza prema osiguranicima i dr.

Jedan od načina postizanja veće zastupljenosti osiguranja jeste uvođenje obaveznosti zaključivanja ugovora o osiguranju za katastrofalne rizike. Kao primere uvođenja obaveznosti osiguranja za katastrofalne rizike navodimo Rumuniju i Tursku. U Rumuniji postoji obavezno osiguranje od rizika poplave, zemljotresa i klizanja tla, pri čemu se za sumu osiguranja od 20.000 evra plaća godišnja premija od 20 evra a za sumu osiguranja od 10.000 evra plaća se godišnja premija od deset evra, pri čemu su predviđene kazne za ona domaćinstva koja ne zaključe ova obavezna osiguranja. Turska je zemlja izuzetno izložena riziku zemljotresa. U periodu od 1894. do 2005. godine u ovoj zemlji se desilo preko 120 zemljotresa sa magnitudom preko pet. Seizmička mapa Tur-

ske ukazuje da na 96 % teritorije postoji određena opasnost od rizika zemljotresa a očekivane ekonomske štete od ostvarenja zemljotresa se kreću u visini od jedne milijarde dolara (prema podacima iz 2005. godine). U 1999. godini polise osiguranja koje pokrivaju rizik zemljotresa posedovalo je svega 2 % stanovništva izvan Istanbula i 15 % stanovništva u ovom gradu. Vlada Turske uvodi obavezno osiguranje od zemljotresa 2000. godine a pul kontrolisan od ministarstva finansija i podržan od Svetske banke - Turkish Catastrophe Insurance Pool – obezbeđuje reosiguravajuće pokriće. Ciljevi uvođenja obaveznog osiguranja i pula bili su: potreba da se smanji pritisak na državni budžet, da se obezbedi udruživanje i podela rizika između građana, da se podstaknu bolji standardi u izgradnji objekata i da se stvore dugoročne rezerve za finansiranje budućih šteta od zemljotresa.³² Operativno upravljanje pulom spro-

³² Gurenko, E. and Mahul, O.: *Turkish Catastrophe Insurance Pool: Providing Affordable Earthquake Risk Insurance*, Case study, Global Facility for Disaster Reduction and Recovery, January 2011 - http://www.gfdrr.org/gfdrr/sites/gfdrr.org/files/documents/DFI_TCIP__Jan11.pdf

vodi Mili Re, najveće reosiguravajuće društvo u Turskoj. Usluge osiguranja distribuiraju se putem lokalnih osiguravača koji u pulu udružuju rizike zemljotresa preuzete od svojih osiguranika a koje pul dalje prenosi u reosiguranje ili na tržište kapitala. Za prosečnu godišnju premiju osiguranja od 62 američka dolara po domaćinstvu uz odbitnu franšizu od 2 % obezbeđuje se osiguravajuće pokriće sa sumom osiguranja od 92.000 dolara.³³ Iako program obezbeđenja pokriva za rizik zemljotresa u Turskoj daje značajne rezultate, navedeni primeri uvođenja obaveznosti osiguranja od katastrofalnih rizika manjkavost imaju u činjenici da je bio potreban protok značajnog vremenskog perioda da bi obavezno osiguranje zaživelo u praksi. Uvođenje obaveznosti osiguranja za katastrofalne rizike predstavlja meru koja bi se u Srbiji trebala primeniti u krajnjoj instanci, odnosno tek kada pokušaji primene alternativnih pristupa ne daju rezultate.

Jedan od alternativnih oblika unapređenja zastupljenosti osiguranja u Srbiji u odnosu na uvođenje obaveznosti zaključivanja ugovora je uvođenje odbitnih franšiza u finansiranje šteta iz budžetskih sred-

stava. Naime, kao što je ukazano, u Srbiji postoji snažno oslanjanje na budžetska sredstva u pogledu finansiranja posledica ostvarenja katastrofalnih šteta, s obzirom da su očekivanja da je obaveza države da svako fizičko i pravno lice povrati u finansijsku poziciju u kojoj je bio pre ostvarenja katastrofalnog događaja. Ova očekivanja su prisutna uprkos činjenici da u uslovima ograničenih budžetskih sredstava to nije moguće. U cilju stimulacije primene upravljanja rizika na individualnom nivou, što podrazumeva primenu preventivnih mera i zaključivanje ugovora o osiguranju, država može javno da obelodani da sve posledice ostvarenja katastrofalnih šteta neće finansirati. Naime, moguće je da država finansira posledice ostvarenja katastrofalnih događaja ali ne u punom iznosu nastalih šteta, već sa predviđenim umanjenima koja bi unapred bila poznata a za koja bi postojala motivisanost fizičkih i pravnih lica da zakluče osiguravajuće pokriće.

Takođe, česta mera koju države primenjuju u cilju stimulacije zaključivanja ugovora o osiguranju jeste poresko opterećenje. U slučaju životnih i penzijskih osiguranja često je u cilju unapređenja ovih vrsta osiguranja predviđeno oslo-

³³ Isto.

bađanje od poreza a u zavisnosti od plaćenih premija ili je određen fiksni iznos premija osiguranja do koga uplate za životno i penzijsko osiguranje omogućavaju poreska oslobođanja. U slučaju imovinskih osiguranja od katastrofalnih šteta moguća mera bila bi uvođenje posebnih, dodatnih poreza za neosiguranu imovinu. Postojanje posebnog poreskog opterećenja može dati direktan podsticaj za zaključenje osiguranja. Takođe, ograničavanje mogućnosti davanja poreskih olakšica koje se često uspostavljaju nakon ostvarenja katastrofalnih događaja može dati podsticaj razvoju osiguranja. Iako su ove poreske olakšice suštinski usmerene u pravcu bržeg oporavka nakon katastrofalnih šteta, njihovo postojanje bez unapred predviđenih ograničenja može destimulišuće uticati na razvoj osiguranja.

U pogledu finansiranja katastrofalnih šteta, pored razvoja sektora osiguranja neophodno je obezbediti i razvoj partnerstva javnog i privatnog sektora. Nadamo se da će slične mogućnosti primenjene u finansiranju katastrofalnih šteta u svetu biti moguće i u zemljama regiona. Svetska banka je 2006. godine inicirala projekat s ciljem pokrića katastrofalnih rizika za zemlje Južne i Centralne Evrope. Postavljeni cilj tre-

balo bi se ostvariti stimulacijom domaćinstava i privrednih subjekata na zaključivanje ugovora o osiguranju od katastrofalnih rizika. Sami ugovori o osiguranju katastrofalnih rizika bili bi standardizovani u celom regionu a usklađeni s najboljom svetskom praksom. Takve ugovore osiguravači će moći da reosiguraju kod Europa Re, reosiguravajućeg sredstva posebne namene stvorenog isključivo za pripis rizika katastrofalnih rizika iz zemalja Centralne i Južne Evrope i potom njihovo retrocediranje na vodeće globalne reosiguravače. Zahvaljujući udruživanju rizika njihov transfer na vodeće globalne reosiguravače mogao bi se ostvarivati po povoljnijim uslovima u odnosu na uslove koje lokalni osiguravači mogu pojedinačno da ostvare. Osnivanje reosiguravajućeg pula planirano je i ranije ali je obustavljeno usled ostvarenja ekonomske krize. Namera je da se obezbedi ne samo podrška država već saradnja javnog i privatnog sektora kako bi se formirala sredstva u visini od 25 miliona dolara za finansiranje otpočinjanja rada reosiguravača posebne namene. U okviru ovog projekta (South East Europe and Caucasus Regional Catastrophe Risk Insurance Facility Project) Svetska banka je početkom marta 2011. go-

dine odobrila zajmove Makedoniji i Srbiji u visini od po pet miliona dolara s ciljem obezbeđenja veće dostupnosti osiguranja za prirodne katastrofe u ovim zemljama. Iako je mogućnost pristupanja ovom projektu otvorena za sve zemlje regiona za sada su projektu pristupile samo neke. Za prvu fazu su planirane Srbija, Makedonija i Bosna i Hercegovina a u drugoj fazi planirano je integrisanje i Crne Gore. Pored zemalja regiona bivše SFRJ planirano je uključivanje Albanije (koja je pristupila 2008. godine), Gruzije i Njemačke. Na ograničenost osiguravajućeg pokrivača za primer rizika zemljotresa i potrebu postojanja ovakvog oblika saradnje javnog i privatnog sektora u cilju stimulisanja veće zastupljenosti osiguranja ukazuje i činjenica da je zemljotres iz 2009. godine u Srbiji uzrokovao štete koje su 366 puta bile veće od ukupnog iznosa koji je Vlada Srbije izdvojila za vanredne situacije iz budžeta za 2008. godinu.

ZAKLJUČAK

Verovatnoća i intenzitet štetnih posledica ostvarenja prirodnih i katastrofa izazvanih čovekovim delovanjem ispoljavaju trend kontinuiranog rasta. U razvijenim zemljama

osiguranje ima ključnu ulogu u upravljanju rizicima ostvarenja katastrofalnih događaja obezbeđenjem finansijskog obeštećenja, odnosno finansiranjem posledica njihovog ostvarenja. Međutim, ostvarenje katastrofalnih događaja ukazuje na problem da je kapacitet ne samo pojedinačnih osiguravajućih društava već i čitavog svetskog tržišta osiguranja kao i reosiguranja ograničen, što ograničava mogućnosti prihvata nekih katastrofalnih rizika u osiguravajuće, odnosno reosiguravajuće pokrivače. Osim što neki rizici nisu obuhvaćeni osiguranjem zbog ograničenih kapaciteta, neki rizici nisu obuhvaćeni osiguranjem usled nemogućnosti njihovog kvantifikovanja, a time i nemogućnosti određivanja premije osiguranja, kao što je slučaj s nuklearnim rizicima. Neki katastrofalni rizici nisu obuhvaćeni osiguranjem zbog prisustva moralnog hazarda, kao što je slučaj s rizikom poplava u SAD za koji je obezbeđena direktna podrška države, odnosno gde se ostvaruje saradnja javnog i privatnog sektora. U cilju obezbeđenja osiguravajućeg kapaciteta u dovoljnoj meri i po prihvatljivoj premiji osiguranja, nameće se potreba primene rešenja finansiranja posledica ostvarenja katastrofalnih šteta koja se baziraju na saradnji jav-

nog i privatnog sektora, odnosno podrške države privatnom sektoru.

Država preko institucija koje je reprezentuju treba da obezbedi uspostavljanje regulatornog okvira koji može obezbediti zaštitu osigurani-ka i efikasno sprovođenje delatnosti osiguranja. Neophodno je da regulatorni okvir bude podsticajan i usmeren u pravcu razvoja privatne inicijative u sektoru osiguranja. Osim toga, neophodno je da se na nivou država obezbedi strateški pristup upravljanju katastrofalnim događajima, odnosno neophodno je postojanje planskog pristupa koji će omogućiti pravovremeno formiranje fondova za slučaj katastrofa. Države mogu i treba da koriste osiguranje i reosiguranje, uslovno finansiranje kao i pravovremeno izdvajanje sredstava, odnosno samofinansiranje bazirano na principima keptiva. Izuzetno je značajno izbegavanje zamki baziranja strategije finansiranja posledica katastrofalnih događaja na donatorskoj pomoći, korišćenju budžetskih sredstava i povećanja javne zaduženosti. Takođe, države zajedno sa osiguravajućim društvima moraju finansirati programe prevencije ostvarenja katastrofalnih šteta i redukcije njihovog intenziteta. Saradnja javnog i privatnog sektora, koja podrazumeva ne samo sa-

radnju na nacionalnom nivou već i sa međunarodnim institucijama, kao što je Svetska banka, predstavlja najbolji mogući pravac kojim treba da se kreću zemlje u razvoju.

LITERATURA

1. AIR Worldwide - <http://alert.air-worldwide.com/EventSummary.aspx?e=549&tp=72&c=1>
2. Bevere, L., Rogers, B. and Grolimund, B.: „Natural catastrophes and man-made disasters in 2010: a year of devastating and costly events“, *Sigma* No. 1, Swiss Re, Zurich, 2011
3. Caballero, R.J. and Cowan, K.: „Financial Integration Without the Volatility“, MIT Department of Economics *Working Paper* No. 08-04, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, MA, 2007
4. EM-DAT: The OFDA/CRED International Disaster Database www.em-dat.net, Université Catholique de Louvain, Brussels, Belgium, 2011
5. Freeman, P.K., Keen, M. And Mani, M.: „Dealing With Increased Risk of Natural Disasters: Challenges and Options“, *IMF Working Paper* No. 03/197, International Monetary Fund, 2003
6. Guha-Sapir, D., Hargitt, D. and Ho-

- zois, P.: *Thirty Years of Natural Disasters 1974-2003: The Numbers*, Centre for Research on the Epidemiology of Disasters, Presses universitaires de Louvain, 2004
7. Gurenko, E. and Mahul, O.: *Turkish Catastrophe Insurance Pool: Providing Affordable Earthquake Risk Insurance, case study, Global Facility for Disaster Reduction and Recovery*, January 2011 - http://www.gfdrr.org/gfdrr/sites/gfdrr.org/files/documents/DFI_TCIP_Jan11.pdf
8. Hardle, W.K. and Cabrera, B.L.: „Calibrating CAT Bonds for Mexican Earthquakes“, *Journal of Risk and Insurance*, American Risk and Insurance Association, 2010, p.p. 625-650.
9. Insurance Information Institute - http://www.iii.org/facts_statistics/hurricanes.html
10. Insurance Services Office - http://www.iso.com/index.php?option=com_content&task=view&id=744&Itemid=618
11. Kočović, J. i Šulejić, P.: *Osiguranje*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2002
12. Marović, B., Kuzmanović, B. i Njegomir, V.: *Osnovi osiguranja i reosiguranja*, Princip press, Beograd, 2009
13. Njegomir, V.: „Osiguravajuća društva kao institucionalni investitori“, *Računovodstvo*, Vol. 54, Br. 5-6, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, 2010, str. 50-68.
14. Njegomir, V.: „Upravljanje imovinom i obavezama osiguravajućih društava“, *Računovodstvo*, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, br. 5-6, 2006, str. 94-103
15. Njegomir, V.: „Upravljanje rizikom - sopstvena osiguravajuća društva (keptivi) kao alternativa osiguranju“, *Finansije*, Vol. 65, Br. 1-6, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, 2010, str. 297-317.
16. Njegomir, V.: „Empirijska analiza uticaja finansijske krize na sektor osiguranja u regionu“, *Osiguranje*, Vol. 50, Br. 5, Croatia osiguranje, Zagreb, 2010, str. 32-47.
17. Njegomir, V.: „Sekjuritizacija u funkciji finansiranja i upravljanja rizikom osiguravajućih društava“, *Finansije*, Vol. 63, Br. 1-6, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, 2008, str. 245-276
18. Njegomir, V.: „Solvency II direktiva i njen uticaj na upravljanje rizikom u osiguravajućim društvima“, *Finansije*, Vol. 64, Br. 1-6, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, 2009, str. 272-306

19. Njegomir, V.: *Osiguranje i reosiguranje: tradicionalni i alternativni pristupi*, Tectus, Zagreb, 2011
20. Rasmussen, T.N.: „Macroeconomic Implications of Natural Disasters in the Caribbean“, *IMF Working Paper* No. 04/224, International Monetary Fund, 2004
21. Rejda, G.E.: *Risk Management And insurance*, Pearson Education, Inc., 2005
22. Schnarwiler, R. and Trub, J.: „Closing the financial gap: New partnerships between the public and private sectors to finance disaster risks“, *Swiss Re*, Zurich, 2011
23. Schnarwiler, R.: „Public Private Partnerships in Disaster Risk Management“, *Swiss Re*, prezentacija na skupu u organizaciji Svetske banke pod nazivom „Dialogue on Private-Public Partnerships for Disaster Risk Reduction“, Washington, DC, 22 February 2007
24. Straib, D. and Bever, L.: „World insurance in 2009: Premiums dipped, but industrz capital improved“, *Sigma* No 2, *Swiss Re*, 2010
25. The Social Value of General Insurance, Association of British Insurers, London, 2005
26. *White Paper Catastrophe Risk Management for the U.S. Economy*, Property and Casualty Insurance (C) Committee, National Association of Insurance Commissioners, 2005
27. Zakon o obligacionim odnosima, „Službeni list SFRJ“, br. 29/78, 39/85, 45/89, 57/89, „Službeni list SRJ“, br. 31/93, 22/99, 23/99, 35/99, 44/99, Beograd, 1978
28. Zakon o osiguranju, prečišćeni tekst sačinjen na osnovu Zakona o osiguranju objavljenog u „Službenom glasniku RS“, br. 55/04 i 70/04 – ispr. i izmena i dopuna objavljenih u „Službenom glasniku RS“, br. 61/05, 61/05 – dr. zakon, 85/05 – dr. zakon i 101/07 - http://www.nbs.rs/export/internet/latinica/20/zakoni/osiguranje_200561.pdf

Rad primljen: 27. 05. 2011.

UDK: 336.748.12:519.87;338.1

JEL: E 65

Stručni rad

INFLACIJA I PRIVREDNI RAST

INFLATION AND ECONOMIC GROWTH

Mr Mehmed MURIĆ*

Société Générale Bank Srbija a.d., Beograd

Rezime

Ovaj rad predstavlja pokušaj da se prikaže i objasni veza između inflacije i privrednog rasta, odnosno da se pokaže na koji način i kojim predznakom inflacija utiče na privredni rast. Dosadašnji rezultati istraživanja ovog izuzetno važnog odnosa pokazali su da inflacija negativno utiče na privredni rast. S druge strane, postoje i nalazi koji ukazuju da inflacija pozitivno utiče na privredni rast, posebno u državama koje imaju visok stepen razvoja i koje nisu imale epizode visoke inflacije. U radu se, pored teorijskog okvira fenomena inflacije i odnosa između inflacije i privrednog rasta, prikazuje transmissioni mehanizam inflacije na privredni rast i rezultati nekih od najvažnijih empirijskih studija. Rezultati postojećih empirijskih nalaza testirani su pomoću

* Ovaj rad posvećujem pokojnom mentoru, uvaženom prof. dr Tihomiru Jovanovskom, u znak sećanja na vreme koje smo proveli zajedno, radeći na projektu moje doktorske disertacije i u znak mog dubokog poštovanja prema njemu.

varijabli inflacija, privredni rast i indeks humanog razvoja za 180 zemalja. Rezultati testa prikazani su grafički.

Ključne reči: INFLACIJA, PRIVREDNI RAST, MEHANIZAM TRANSMISIJE, NELINEARNI ODNOS, PRAG DELOVANJA

Summary

This paper presents an attempt to show and explain the connections between inflation and economic growth, and what is the way and foretold of inflation affecting economic growth. The collected research results of this extremely important relationship have shown that inflation negatively affects economic growth. On the other hand, there are also findings which point to inflation positively influencing economic growth, especially in countries with a high level of development and where high inflation has not occurred before. Apart from the theoretical aspect of the inflation phenomenon and the relationship between inflation and economic growth, the paper shows the transmission mechanism of inflation to economic growth and the results of some of the most important empirical studies. The results of existing empirical studies have been tested by the inflation variables, economic growth and by the index of humane development for 180 countries. The results of the test are given graphically.

Key words: INFLATION, ECONOMIC GROWTH, TRANSMISSION MECHANISM, NONLINEAR RELATIONSHIP, THRESHOLD OF EFFECT

UVOD

Proučavanje odnosa inflacija - privredni rast obeležilo je 20. vek. Teorija je sa svog aspekta pokazala da inflacija utiče na ovu izuzetno važnu makroekonomsku varijablu. Takođe,

teorija je pokazala i da je odnos između inflacije i privrednog rasta nelinearan. S druge strane, empirijski nalazi daju različite rezultate koji idu u prilog kako pozitivnom tako i negativnom predznaku uticaja inflacije na

privredni rast te iz tog razloga još uvek ne postoji potpuni konsenzus među ekonomistima o ovom pitanju.

Ovaj rad prikazuje teorijski koncept fenomena inflacije i odnosa inflacija - privredni rast. Poseban ak-

visok stepen društvenog razvoja a koje nisu imale epizode velike inflacije predznak uticaja inflacije na privredni rast je pozitivan. U drugim slučajevima predznak uticaja inflacije je negativan.

1. O FENOMENU INFLACIJE

„Najbolji način da se uništi kapitalistički sistem jeste depresijacija vrednosti valute. Kontinuiranim procesom inflacije vlasti mogu konfiskovati tajno i neopaženo, važan deo bogatstva svojih građana“.

John M. Keynes

cenat stavljen je na mehanizam transmisije kojim se inflacija prenosi na privredni rast. U radu se iznose i empirijski nalazi najznačajnijih studija odnosa. Da bi se grafički prikazao navedeni odnos kreirani su dijagrami za četiri grupe zemalja klasifikovanih po stepenu društvenog razvoja. Dobijeni rezultati potvrđuju da kod zemalja koje imaju veoma

Kada se govori o inflaciji može se reći da je ona pokazatelj stanja jednog privrednog sistema. Kako porast čovekove temperature pokazuje da sa njegovim zdravljem nije sve u najboljem redu, tako je i inflacija pokazatelj bolesti privrednog organizma [Korošić, 1986].¹ Kao i sa temperaturom kod čoveka i kod inflacije je njen intenzitet pokazatelj

¹ Korošić (1986) navodi da „inflacija ima isto kao i hipertenzija raznolike i dalekosežne posledice. Određene životne navike mogu ublažiti razvoj bolesti a kontinuirano lečenje i kontrola smanjiti štetno delovanje na neke vitalne organe... Krvni pritisak se može snižavati, a bolesnik mora biti pod stalnom kontrolom. Nagle i sporadične intervencije mogu doneti više štete nego koristi... Inflacija je štetna, opasna i razbojnička bolest; ona smanjuje radni i svaki drugi moral, slabi osećanje ekonomskog i društvenog patriotizma, remeti mnoge ekonomske procese, pretilnosti ekonomskog i političkog sistema“. Korošić, M. *Inflacija i mogućnost suzbijanja*. Naučna knjiga, Beograd, 1986.

ozbiljnosti poremećaja. Ekstremno visoka temperatura može imati fatalan ishod za čoveka, pa tako, po analogiji, rast cena koji pređe određene granice ima katastrofalne posledice koje dovode do sloma celokupnog privrednog, a posebno finansijskog sistema [Dušanić, 2009].

Jovanovski (2008) ističe da fenomen inflacije uvek iznova izaziva interesovanje zbog složenosti njenih ključnih aspekata, determinanti i posledica. Uvek kada se upućuje na pojam i suštinu inflacije javlja se potreba razmatranja mnogih pitanja kao što su pojam i suština inflacije, kretanje stope inflacije, transmisioni mehanizam inflacije, inflaciona spirala, mogućnost predviđanja inflacije i druga.

Istorijski posmatrano, smatra se da je reč *inflacija* prvi put upotrebljena 1864. godine koju je Aleksandar Delmer iz Njujorka objavio u svojoj knjizi pod nazivom *The Great Paper Bubble or The Coming Financial Explosion*. Delmer nije mogao ni da sanja koliko će žučnih teoretskih i političkih rasprava izazvati a u kojima će učestvovati, čak i sada učestvuju, ekonomski i monetarni teoretičari, finansijski stručnjaci, građanske političke strukture, parlamentarne grupe, partije na vlasti i opoziciji, sindikati, privredne kor-

poracije, stručna udruženja, međunarodne i regionalne finansijske organizacije i drugi.

Pierce i Show u knjizi *Monetary Economics* upućuju na to da je inflacija termin koji se koristi za nekoliko različitih situacija mada ga oni upotrebljavaju u značenju koje upućuje na situaciju neravnoteže u kojoj su cene u procesu rasta. Keynes (1920) je napisao da ne postoji sigurniji i prefinjeniji način rušenja postojećih osnova jednog društva od deprecijacije vrednosti nacionalne valute.

Jovanovski ukazuje da ništa ne pobuđuje takav interes kao pitanje stabilnosti cena i zdrave i solidne valute, odnosno pitanje borbe sa inflacijom koja se oseća na sopstvenoj koži. Taj interes posebno je povećan nakon kraha neke od valuta (kao što je bio slučaj sa američkim dolarom za vreme Građanskog rata u SAD ili nemačkom markom 1923. godine).

U svojoj knjizi *Money* John Kenneth Galbraith na jednom mestu upućuje na saznanje pod kojim, kada teret inflacije ljudi osećaju na svojim ramenima, žele postojanje stabilnog novca. Ako se pođe od činjenice da svaka društvena nauka sa sobom nosi pečat svog vremena i odnosa klasa, odnosno od toga da teorije i gledišta koje se javljaju ne

mogu biti odraz svog vremena, jasno je zašto pojmovi inflacije i deflacije nisu tačno precizirani i zašto njihovo definisanje dobija polemički karakter.

U monetarnoj teoriji susreće se jedna kompromisna koncepcija koju zastupa Vjekoslav Majhsner. Polazeći od koncepta inflacije novca, kod kojeg inflacija predstavlja povećanje količine novca u opticaju koji, sa svoje strane, uzrokuje povećanje nivoa cena, Majhsner pod inflacijom podrazumeva povećanje obima novca iznad količine novca pri kojem se nivo cena održava na dosadašnji nivo. Tačnije, inflacija predstavlja povećanje optičaja novca koje ima za posledicu povećanje opšteg nivoa cena. Pored toga, svako povećanje novca nije inflacija. Majhsner spominje i nabraja slučajeve kada povećanje optičaja novca ne uzrokuje povećanje cena i ne uzrokuje inflaciju. Bilo bi veoma pogrešno da se kaže da je povećanje cena bitna okolnost za nastajanje inflacije iako je povećanje cena glavni simptom inflacije. Naime, kao što Majhsner ističe, pogrešno je povećanje cena smatrati bitnim znakom inflacije zato što, s jedne strane, postoji inflacija bez privremenog ili bez adekvatnog skoka cena, potisnuta inflacija koja se manifestuje

kroz formiranje redova pred prodavnicama ili kroz produženje rokova isporuke, a s druge strane postoji i slučaj povećanja cena bez inflacije kada je uzrok toga smanjenje robnih fondova a ne tražnje za novcem. Pored koncepta po kojem svako povećanje optičaja novca ne dovodi do povećanja opšteg nivoa cena i dalje do inflacije, Majhsner inflaciju smatra dinamičnom pojavom. To shvaćanje može se sagledati kroz njegovo objašnjenje inflacije po kojem svaka količina novca može jednako dobro da posluži potrebama privrede ali pri različitim nivoima cena. Problem nastupa kada se menja količina novca bez odgovarajuće promene na strani robe tako da promena počinje da utiče na opšti nivo cena. Iz toga proizilazi da je inflacija uistinu dinamična pojava. Kada se zaustavi povećanje novca u opticaju i cene će zadržati novi nivo, inflacija prestaje bez obzira na to koliki je tada optičaj novca. Iz dosadašnjeg izlaganja Majhsnera može se zaključiti da koncept koji on zastupa u vezi sa inflacijom sadrži dve komponente: rast novca u opticaju kao uzrok pojave inflacije i povećanje opšteg nivoa cena kao posledice.

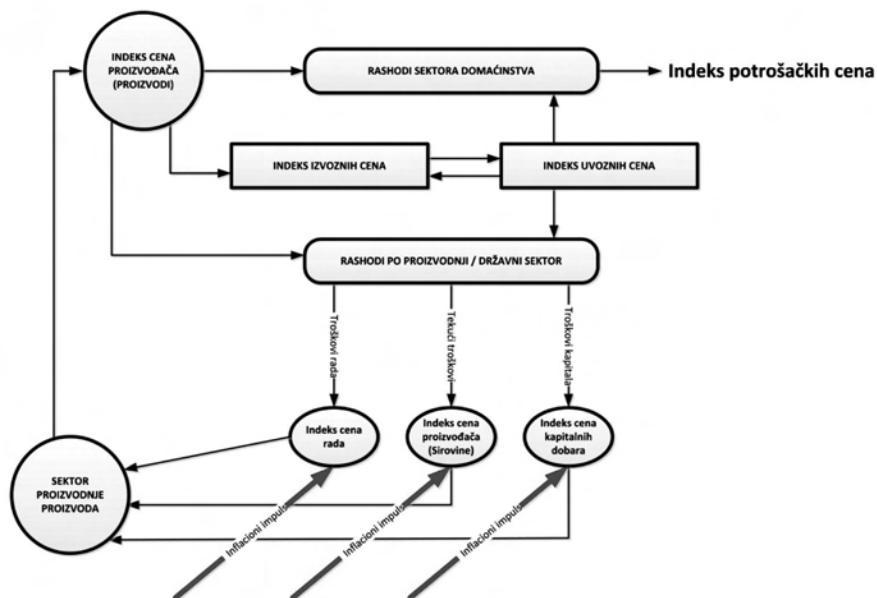
Pokušaj Jovanovskog da bliže utvrdi pojam inflacije zasniva se na shvaćanju inflacije kao elementa

unutrašnje monetarne neravnoteže, odnosno kao monetarnog izraza privredne neravnoteže. Ona je monetarni izraz složenih odnosa u privredi i njenoj strukturi, odnosno uslov trajne unutrašnje monetarne neravnoteže koja dovodi do niza poremećaja u društvenoj reprodukciji i privrednom organizmu države. Prof. Jovanovski dolazi do saznanja da ne postoji opšta definicija inflacije niti se prave takvi pokušaji koji bi dali

takvu definiciju. To ukazuje na činjenicu da je to pitanje s visokim stepenom složenih odnosa [Jovanovski, 2008, pp. 129 - 145].

Ćirović (1987) navodi da je proces *inflacije kumulativan i dinamičan* proces koji, kada se u nekom sektoru ekonomskog sistema kreira inicijalni inflacioni impuls, po pravilu dovodi do formiranja kumulativnog inflacionog procesa čak i pod pretpostavkom da u kasnijoj fazi ta-

Slika 1. Tok inflacije u ekonomiji



Izvor: Autorski prikaz

kav inicijalni impuls prestane da deluje [Ćirović, 1986, pp. 217].

Kada se razmatraju efekti i posledice delovanja inflacije na privredu, Komazec (1999) kaže da „treba imati u vidu o kakvoj se inflaciji radi u pogledu njenog intenziteta, dužine trajanja, namernoj ili nenamernoj inflaciji, domaćoj ili uveznoj inflaciji i dr.“ [Komazec, 1999, pp. 90]

Prema Komazecu i Ristiću (1998) sve posledice delovanja inflacije se mogu podeliti na *direktne i indirektne* ali i na *pozitivne i negativne*. Prema mnogim ekonomistima podsticaj stope rasta i proizvodnje danas bi se mogao prihvatiti kao osnovni oblik pozitivnog delovanja inflacije. Kako navode Komazec i Ristić, porast privredne aktivnosti sa svoje strane redovno traži novu količinu novca, odnosno porast novčane mase. Porast novčane mase iznad optimalne može povoljno delovati na aktiviranje nezaposlenih kapaciteta i nezaposlene radne snage što predstavlja već poznat stav o delovanju bruto inflacije. Noviji razvoj privrede je pokazao da se pozitivni efekti inflacije kroz rast mase novca u optičaju precenjuju, jer je više verovatno da će dodatna emisija novca i blaga inflacija, nastala iz tog osnova, pre prouzrokovati rast cena nego što će

dovesti do aktiviranja nezaposlenih kapaciteta i rada [Komazec & Ristić, 1999, pp. 91].

Vučković (1960) u knjizi „*Savremeni problemi monetarne teorije i polotike*“ kaže: „zaista je tačno da jedna mala kratkotrajna inflacija u slučaju nezaposlenosti radne snage, kapaciteta i sirovina može stimulatino delovati na tok reprodukcije...Stvaranje novca prostim štampanjem i ubacivanjem u promet predstavlja jednu operaciju koja još može trenutno da postigne neko delovanje, ali je nesposobno da posluži kao trajan metod ubrzanja privrednog razvoja. Oni koji se zalažu za inflaciju najčešće su impresionirani prividnom živošću koju ona u svom početnom stadijumu ispoljava: cene rastu, zaposlenost se povećava, povećavaju se zarade...ne oseća se konkurencija, teret dugova i poreza se smanjuje, nominalni dohodak raste, *novčana iluzija* optimistički deluje, nije potrebno starati se za podizanje produktivnosti rada, racionalizacije, uštede itd. Međutim, ovaj lažni procvat ubrzo počinje da malaksava, jer ga ne mogu platiti oni čiji realni dohoci počinju znatno da opadaju i koji kroz tu svoju *prinudnu štednju* treba da snose teret takvog razvoja. Uskoro se, dakle, javlja potreba za jednom novom veš-

tačkom inflacijom čije je delovanje već sada kratkotrajnije, a za njom treba da uslede nove...“[Vučković, 1961, pp. 121]

Druga pozitivna posledica inflacije, prema Komazecu i Ristiću, je stimulisanje investicija, kada su investicije niske i kada pretil opasnost od pojave recesije i krize. Oni navode da u uslovima inflacije svaka investicija izgleda rentabilno, posebno kada su u pitanju investicije koje se pokrivaju kreditima banke, jer u tom slučaju kamata retko pokriva stopu inflacije i najčešće je negativna. U ovakvim slučajevima svaki dug se isplati jer se realno daleko manje vraća posebno kada su u pitanju dugoročni zajmovi.

Ako se posmatra površinski, bez dublje analize, stimulisanje potrošnje je jedan o vrlo uočljivih delovanja inflacije jer se u inflatornim okolnostima ne isplati štednja. Potrošnja pa čak i njeni neracionalni oblici postaju atraktivni što izaziva prelivanje novca u realna dobra. Često se time u inflaciji gubi poznata veza i stimulatívno delovanje potrošnje na proizvodnju, posebno kada se orijentiše ka luksuznoj robi, nekretninama, izgradnji objekata, kupovini zemljišta, kupovini deviza i drugih oblika stranih sredstava plaćanja i sl. Preterana potrošnja ko-

ju generiše inflacija dovodi do gubljenja kvaliteta proizvoda, a obzirom na to da visoka novčana tražnja omogućava laku realizaciju svih proizvoda, a to, često ima za posledicu nestašicu određenih bitnih proizvoda na tržištu [Komazec & Ristić, 1999, pp. 91 - 92].

Kada se govori o negativnim posledicama delovanja inflacije, Čirović (1987) navodi da se glavni negativni ekonomski aspekt inflacije ogleda u redistribuciji dohotka kako između privrednih grana tako i između socijalnih grupacija društva. Po njegovom mišljenju, tržišna redistribucija dohotka, koju stvara inflacioni proces, izaziva odnosno povećava nesigurnost kako preduzeća tako i pojedinaca. Kada se radi o privredi, visoke i varijabilne stope inflacije zaoštravaju borbu za zadržavanje i poboljšavanje relativne pozicije u primarnoj raspodeli dohotka. U takvim uslovima preduzeća normalno reaguju time da manje pažnje obraćaju na efikasnost privređivanja i podizanja produktivnosti rada, a više se koncentrišu na odnose cena u primarnoj raspodeli. Kada dolazi do jačeg pomeranja relativnih cena stvaraju se teškoće u pogledu interpretacije cenovnih signala sa tržišta. U normalnoj tržišnoj ekonomiji, navodi

Ćirović, pomeranje relativnih cena shvata se kao objektivni zahtev da se izvrši alokacija resursa u korist onih privrednih grana kod kojih dolazi do porasta relativnih cena, što inicira sektorske neravnoteže u kontekstu dinamičkih strukturnih promena u ekonomiji. U uslovima jake i varijabilne inflacije, dolazi do takvih pomeranja odnosa cena koje izražavaju objektivne društvene potrebe u pogledu alokacije resursa².

U sektoru stanovništva, visoka i varijabilna inflacija povećava ličnu nesigurnost i stvara socijalne tenzije koje imaju povratne efekte na ekonomsku efikasnost. Treba naglasiti, kaže Ćirović, da „stvaranje ili jačanje inflacije deluje u pravcu povećanja socijalne diferencijacije. Bogati socijalni slojevi imaju veće mogućnosti usklađivanja svojih aktivita u cilju zaštite realne imovine

nego što je slučaj sa slojevima sa manjom imovinom koji najviše gube u inflaciji. U uslovima inflacije dolazi do težnje svih socijalnih slojeva da se u granicama mogućnosti zaštite od inflacije“ [Ćirović, 1986, pp. 219].

U inflatornim uslovima stvara se poslovna nesigurnost u kojoj dugoročni ciljevi razvoja padaju u drugi plan dok kratkoročni razvojni ciljevi i interesi izbijaju svom snagom u prvi plan. Porast cena pogoduje neekonomičnom poslovanju. Uz pomoć finansijskih aranžmana rešavaju se svi problemi koji bi se morali stvarno rešavati boljom i racionalnijom proizvodnjom, većom produktivnošću rada i sl.

Inflacija nepovoljno deluje na primenu principa raspodele prema radu i rezultatima rada jer rastu tendencije povećanja dohotka kroz sabijanje cena preko tržišta, na teret potrošača, poslovnih partnera, umesto da se porast dohotka traži u oblasti produktivnosti rada. Ona uz obaranje poverenja u nacionalnu valutu, vezano za pad kupovne snage novca, dovodi do pokretanja psiholoških faktora inflacije koji poprimaju sve veću ulogu produbljavajući inflacioni poremećaj.

Konačni gubici celokupne privrede u inflaciji su daleko veći od kori-

² Ćirović ukazuje da u uslovima visokih i varijabilnih stopa inflacije, povećana nezvesnost u privredi negativno deluje na investije i to ne samo preko promena relativnih cena nego i preko promena deviznih kurseva i kamatnih stopa. U celini se može oceniti da jačanje inflacije u zemlji deluje u pravcu slabljenja efikasnosti privređivanja i stvaranja profila ekstenzivne ekonomije.

sti koju može da pruži u pogledu stimulacije stopa rasta, povećanje zaposlenosti i stvaranje povoljne poslovne klime [Komazec & Ristić, 1999, pp. 93]

2. TEORIJSKI OKVIR ODNOSA INFLACIJA – PRIVREDNI RAST

Drugu polovinu 20. veka obeležila su istraživanja na temu odnosa između inflacije i privrednog rasta. Tako Miguel Sidrauski (1967) u svom poznatom radu *Inflation and Economic Growth* upućuje na činjenicu da većinu modela privrednog rasta čine realni modeli koji u suštini ignorišu monetarnu strukturu privrede i fokusiraju se samo na realne varijable. Razvoj ove vrste nenovčanih modela bio bi sasvim opravdan ukoliko bi neko uspeo da dokaže da monetarna struktura nema efekta na realne varijable sistema i da je novac neutralan. Neutralnost monetarnog sektora je problem o kojem se široko raspravljalo u literaturi monetarne teorije. Što se tiče standardnih makroekonomskih modela, ako su cene fleksibilne i ako bogatstvo nije argument u funkciji štednje jedna ili sve promene u količini novca neće uticati na realne varijable sistema. Sidrauski ukazuje

da se objašnjenje procesa rasta može dekomponovati na dva podskupa problema i to: (1) *određivanje stvarnih varijabli, uključujući i stopu rasta privrede*; i (2) *određivanje monetarnih promenljivih* [Sidrauski, 1976b, pp. 796].

Sidrauski je veći deo svojih istraživanja fokusirao na ispitivanje odnosa između inflacije i privrednog rasta. Dva njegova doprinosa se posebno izdvajaju. Prvi je poznati model *intertemporalne optimizacije* ili tzv. Sidrauski model [Sidrauski, 1976a, pp. 534 - 544] u kojem je osnovni rezultat saznanje da promene stope rasta novca nemaju efekat na količinu kapitala u dugom roku. Drugi doprinos je njegov rad *Inflation and Economic Growth* iz 1967. godine koji razvija Tobinov model novca i rasta sa konstantnom stopom štednje u kojem se iznos realnog kapitala povećava sa stopom inflacije. U kratkoročnom modelu povećanje stope rasta novca smanjuje stopu rasta proizvodnje dok povećava stopu inflacije.

Pristup Sidrauskog pitanju novca, inflacije i rasta naglasio je portfolio susptituciju kao osnovnu pokretačku snagu u određivanju odnosa između inflacije i rasta. Sidrauski (1967b) u svom deskriptivnom modelu ukazuje da povećanje stope ra-

sta novca dovodi do povećanja očekivane stope inflacije čime se smanjuje tražnja za realnim saldima. Foley & Sidrauski (1970) u radu „Portfolio Choice, Investment and Growth“ prikazali su model u kojem promena stvarne i očekivane stope inflacije obično pojačava stabilno stanje novčane mase. Promene u novčanoj masi ponovo su posledica portfolio pomeranja od novca ka kapitalu koje prati smanjenje očekivane stope prinosa na novac u kombinaciji sa specifikacijom funkcije potrošnje [Foley & Sidrauski, 1970, pp. 44 - 63].

Sidrauski dalje navodi da, ako se promena stope inflacije javlja kao rezultat promene u stopi rasta nominalnog duga sa kompozicijom duga prilagođenog kroz monetarnu politiku kako bi se sprečio skok cena kada se stopa inflacije promeni, promena u stopi inflacije neće imati efekat na novčanu masu. Uprkos nejasnoćama u vezi inflacije i iznosa realnog kapitala koje se pojavljuju u radu Sidrauskog, ukupni rezultati ukazuju na to da će veća inflacija biti u vezi sa većim iznosom realnog kapitala. Ovo neće imati implikacije na odnos inflacija – rast jer u stabilnom stanju stopu rasta određuje povećanje stanovništva i produktivnosti. Međutim, stabilno stanje odnosa

između iznosa realnog kapitala i inflacije podrazumeva odnos između inflacije i rasta u procesu prilagođavanja. Ako je veća stopa inflacije povezana sa većim iznosom realnog kapitala tada u prelazu iz jednog stabilnog stanja u drugo stopa rasta proizvodnje će u proseku biti iznad stope rasta stanovništva i produktivnosti. Dakle, ako je viša stopa inflacije povezana sa većim iznosom realnog kapitala može se očekivati da će u proseku viša stopa inflacije biti povezana sa višom stopom rasta proizvodnje.

U radu pod nazivom *Why Stopping Inflation May Be Costly: Evidence from Fourteen Historical Episodes* Robert J. Gordon (1982) na jednostavan način objašnjava vezu između nominalne tražnje, inflacije i proizvoda. Po njegovom mišljenju nekoliko jednostavnih matematičkih identiteta pomoći će u rasvetljavanju veze između cena i realnog proizvoda. Gordon koristi egzogene varijable nominalne agregatne tražnje i nominalnog bruto društvenog proizvoda. Po definiciji, logaritam nominalnog bruto društvenog proizvoda (Y) mora biti odvojen od logaritma deflatora bruto društvenog proizvoda (P) i logaritma realnog bruto društvenog proizvoda (Q), pa se može napisati da je:

$$Y \equiv P + Q$$

Ako se uzme izvod prethodnog izraza i ako se koristi notacija da su procentualne promene po jedinici vremena označene malim slovima prethodni izraz se može napisati i kao:

$$y \equiv p + q$$

koji nam govori da svaka promena u nominalnom bruto društvenom proizvodu mora biti podeljena između promena u ukupnom nivou cena i promena realnog bruto nacionalnog proizvoda. Ako se sa obe strane izraza $y \equiv p + q$ oduzme trend ili *prirodna* stopa rasta realnog bruto društvenog proizvoda (q^*) dobija se:

$$y - q^* \equiv p + (q - q^*)$$

$$\hat{y} \equiv p + \hat{q}$$

Tako višak nominalnog bruto društvenog proizvoda preko trenda rasta realnog proizvoda $\hat{y}$, koji je Gordon nazvao procenjeni rast nominalnog bruto društvenog proizvoda, mora biti praćen nekom kombinacijom inflacije p i odstupanja realnog proizvoda od trenda $\hat{q}$. Budući da odstupanje realnog proizvoda od trenda u dugom roku mora biti nula dovodi do toga da svako ubrzavanje ili usporavanje procenjenog rasta nominalnog bruto društvenog proiz-

voda mora biti praćeno potpuno istim ubrzavanjem ili usporavanjem inflacije.

Gordon ukazuje da tokom kraćih frekvencija poslovnih ciklusa izraz $\hat{y} \equiv p + \hat{q}$ navodi da fluktuacije u rastu nominalnog bruto društvenog proizvoda moraju biti podeljene između cena i fluktuacija proizvoda. Realni bruto društveni proizvod može biti stabilan samo ako promene cena tačno oponašaju proporcionalne promene u nominalnom bruto društvenom proizvodu i svaka težnja cena da se samo delimično prilagode nominalnom bruto društvenom proizvodu u ciklusu mora značiti procikličnu fluktuaciju u realnom bruto društvenom proizvodu. Na primer, ako je stopa promena cena tokom poslovnog ciklusa uvek jednaka nekom konstantnom iznosu (konstanti α) pomeranja procenjenog nominalnog bruto društvenog proizvoda, onda odstupanje od realnog bruto društvenog proizvoda mora da apsorbuje ostatak dela $(1 - \alpha)$, pa je:

$$p = \alpha \cdot \hat{y}$$

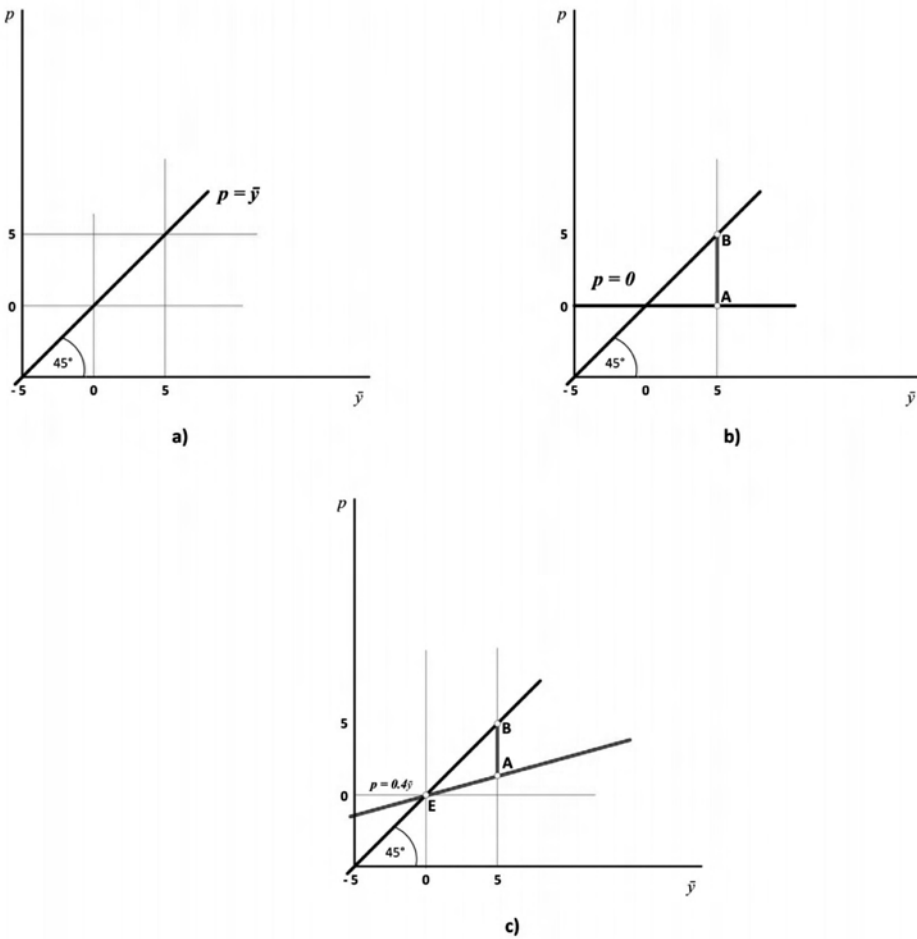
$$\hat{q} \equiv \hat{y} - p = (1 - \alpha) \hat{y}$$

Iz razloga što prethodni izraz predstavlja odnos između samo dve varijable, stope rasta inflacije (p) i procenjenog rasta nominalnog bruto društvenog proizvoda ($\hat{y}$) i taj odnos

se može predstaviti prostim dijagramom gde se vrednost p nanosi na vertikalnoj a vrednost y na horizontalnoj osi.

jedinici. U tom slučaju inflacija će odmah u potpunosti da odgovori menjajući agregatnu potrošnju i menjajući znak stopi inflacije koja pra-

Slika 2. Hipotetičke veze između inflacije i rasta tražnje



Kod prvog slučaja Gordonova pretpostavka polazi od toga da je koeficijent procene cena (α) jednak

ti različite stope rasta tražnje koje se nalaze duž linije s nagibom od 45°, što je prikazano na Slici 2a.

Gordon dalje navodi da inflacija može da apsorbuje sve varijacije u nominalnoj tražnji pa iz tog razloga neće biti divergencije u putanji trenda rasta ($\hat{y}=0$) realnog proizvoda. Na Slici 2b. prikazan je slučaj kada je nivo inflacije jednak nuli. Postavlja se pitanje da li je procenjena stopa tražnje + 5, - 5 ili 0 % ? Kako je koeficijent procene cena (α) jednak nuli, a prema izrazu $\hat{q} \equiv \hat{y} - p = (1 - \alpha) \hat{y}$ dobija se da su sve varijacije u rastu nominalne tražnje u potpunosti apsorbovane u odstupanjima realnog bruto društvenog proizvoda od trenda. Vertikalna udaljenost između linije s nagibom od 45° i horizontalne linije na Slici 2b. pokazuje detrendovani rast proizvoda. Na primer, procenjena stopa rasta nominalnog društvenog proizvoda od 5 % reflektovaće povećanje realnog proizvoda od 5 % iznad trenda što je predstavljeno preko duži AB.

U sledećem slučaju, Slika 2c, prikazana je parcijalna procena cena s koeficijentom procene (α) jednakim 0,4.

U početnoj situaciji, u tački E, gde su inflacija i procenjeni rast nominalne tražnje jednaki nuli, privremeno ubrzanje rasta tražnje od 5% povećaće inflaciju do 2% u tački A a preostalih 3 % apsorbovaće rast realnog proizvoda preko trenda (rasto-

janje AB). Slično, negativan rast tražnje će biti podeljen između negativne inflacije (stvarni pad nivoa cena) i pada u realnom proizvodu u odnosu na trend. Realnija procena, po Gordonovom mišljenju, jeste ona koja je delimična i postepena, koja reaguje u početnom periodu i koja je proširena tako da obuhvata reakcije u drugom i narednom periodu, ako rast tražnje ostaje iznad svog početnog nivoa. Jednostavan i dinamičan proces procene, koji omogućava inflaciji da u potpunosti apsorbuje sav nominalni rast tražnje u dugom roku, može se napisati u obliku :

$$p_t = \alpha \cdot \hat{y}_t + (1 + \alpha) p_{t-1}$$

gde se razlikuju varijable merene u tekućem periodu (t) od onih koje su merene u prethodnom periodu (t - 1). Prethodni izraz navodi na zaključak da je inflacija ponderisani prosek perioda procenjenog rasta nominalne tražnje i stope inflacije u prethodnom periodu. U ekstremnim slučajevima, navodi Gordon, kada je ($\alpha = 1$) inflacija u potpunosti odgovara trenutnom rastu tražnje, prošla inflacija je irelevantna a odnos inflacija - tražnja leži na liniji s nagibom od 45° kao što je prikazano na Slici 2a. U suprotnom ekstremnom slučaju, kada je ($\alpha = 0$) inflacija ostaje zauvek na istom

nivou a rast tražnje postaje irrelevantan, kao što je prikazano na Slici 2b [Gordon, 1982, pp. 12 - 15].

Godinu dana kasnije Fischer (1983) u radu *Inflation and Growth* koristeći varijantu modela optimizacije Sidrauskog ukazuje na nekoliko mehanizama povezivanja inflacije, proizvodnje i rasta. Prvi mehanizam je portfolio veza koju je Sidrauski naglasio. Po ovom mehanizmu porast očekivane stope inflacije uzrokuje pomeranje od novca ka kapitalu u portfoliju. U dvosektorskom modelu ovo povećanje relativne cene instaliranog kapitala vodi ka višim stopama investicija i rasta i u krajnjoj liniji ka višem iznosu realnog kapitala u proizvodnji. Međutim, sklonost ka štednji može da prekine vezu. Na primer, ako štednja vodi realnu kamatnu stopu ka izjednačavanju s diskontnom stopom (prilagođenom za rast), promene u stopi inflacije mogu napustiti stabilno stanje iznosa realnog kapitala bez ikakvih uticaja. Drugi mehanizam pokazuje da neprilagođavanje poreskog sistema inflaciji može dovesti do toga da realna stopa prinosa na kapital posle oporezivanja smanjuje funkciju stope inflacije čak iako je stopa prinosa pre oporezivanja nezavisna od stope inflacije. Ovaj mehanizam je naglasio

Feldstein (1976) u radu *Inflation, Income Taxes and the Rate of Interest: A Theoretical Analysis* [Feldstein, 1976, pp. 809 - 820]. Kod trećeg mehanizma ako je data stopa rasta novčane mase, povećanje stope rasta proizvodnje ima tendenciju da smanji stopu inflacije jer tražnja za realnim saldima raste mnogo brže. Ekvivalentno, nepovoljni šokovi na strani ponude će dovesti do povećanja inflacije u isto vreme kada nivo proizvodnje ili, u kratkom roku, stopa rasta proizvodnje opada. Četvrti mehanizam naglasio je Olivera (1970). Po ovom mehanizmu ako se državna potrošnja finansira delom kroz štampanje novca smanjuje stopu rasta proizvodnje i tražnje za realnim saldima te može zahtevati od države povećanje stope rasta novca. Ovo je poseban slučaj pasivnog novca [Olivera, 1970, pp. 805 - 809]. Kod petog mehanizma Fischer (1983) naglašava da povećanje stope inflacije dovodi do niže vrednosti realnog salda i preusmeravanje realnih resursa na pravljenje transakcija što smanjuje proizvodnju. Uopšte, čini se da veće stope predviđene ali i nepredviđene inflacije smanjuje efikasnost cenovnog sistema i smanjuje faktor produktivnosti. Šesti mehanizam odnosi se na kratkoročnu Filipsovu krivu

koja ukazuje da su povećanje proizvodnje i stopa inflacije pozitivno povezani [Fischer, 1983, pp. 1 - 7].

Gylfason i Herbertsson (2001) u radu *Does inflation matter for growth* prikazuju jednostavan model simultanog određivanja interakcije između inflacije i privrednog rasta. Njihov model zasniva se na proizvodnoj funkciji Cobb – Douglasa proširenoj za odnos novčane mase i opšteg nivoa cena. Glavni parametri modela su varijable: s – optimalna sklonost ka štednji, E – efikasnost realnog kapitala, v – brzina opticanja novca, c – deficit državnog budžeta, π – inflacija i g – stopa privrednog rasta. Dobijeni rezultati analize Gylfasona i Herbertssona prikazani su u Tabeli 1.

Tobinovog efekta. Ukupan efekat finansijskog produbljivanja uključujući indirektan efekat na rast smanjenjem v kroz E je u principu nejasan, međutim, postoji verovatnoća da će u praksi biti pozitivan. Gylfason i Herbertsson naglašavaju da u meri u kojoj država budžetski deficit finansira kroz zaduživanje u inostranstvu, povećana spoljna zaduženost (tj. povećanje autonomnog dela c) ima za posledicu višu inflaciju bez povećanja rasta dok su štednja i portfolio izbor imuni na povećanje zaduživanja u inostranstvu. Rastućom inflacijom se, međutim, povećava deficit državnog budžeta što obično ima za posledicu smanjenje stope štednje i efikasnosti što dovodi do smanjenja rasta. Sve u

Tabela 1. Efekti egzogenog povećanja parametara v , c , s i E na inflaciju i rast

	v	c	s	E
π	+	+	-	-
g	+	0	+	+

Izvor: Gylfason i Herbertsson (2001), str. 414.

Povećanje autonomnih delova s i E stimuliše rast i usporava inflaciju, ceteris paribus, dok povećanje autonomnog dela π povećava i inflaciju i rast. Direktna veza između brzine opticanja novca i rasta proizilazi iz

svemu, inflacija i rast mogu biti pozitivno ili negativno povezani ali mogu biti i nepovezani, u zavisnosti od promena u osnovnim egzogenim parametrima modela [Gylfason & Herbertsson, 2001, pp. 410 - 414].

3. EMPIRIJSKI NALAZI ODNOSA INFLACIJA – PRIVREDNI RAST

Konvencionalni pogledi makroekonomije ukazuju na to da su stalne i predvidljive stope inflacije neutralne tj. da u dužem roku ne utiču na realnu aktivnost. Postoje značajni dokazi da održivo visoke stope inflacije mogu imati negativne posledice na realan privredni rast čak i u dužem roku. Ekonomisti su postigli konsenzus da visoke stope inflacije prouzrokuju probleme ne samo po-

jedincima već i privredi uopšte. Međutim, ekonomisti se mnogo manje slažu oko precizne veze između inflacije i privrednih performansi kao i mehanizama putem kojih inflacija utiče na ekonomsku aktivnost.

Istraživanja postojanja i prirode veze između inflacije i rasta imaju dugu istoriju. Iako su ekonomisti široko prihvatili činjenicu da inflacija ima negativan efekat na privredni rast, istraživači nisu mogli da detektuju negativne uticaje u podacima

Tabela 2. Inflacija i privredni rast: pregled empirijskih studija

Studija	Država	Period	Podaci	Efekat povećanja inflacije od 5 do 50% godišnje na privredni rast
Thirlwall and Barton (1971)	51	1958 - 1967	Cross Section (UN)	Nema podataka
Heitger (1985)	115	1950 - 1980	Panel data (PWT)	- 0,9 do - 4,5
Kormendi and Meguire (1985)	47	1950 - 1977	Cross Section (IMF), PC	Nema podataka
Barro (1990)	117	1960 - 1985	Cross Section (PWT), PC	Beznačajna i slaba
Fischer (1991)	73	1970 - 1985	Cross Section (PWT), PC	- 2,1
Grimes (1991)	21	1960 - 1987	Panel Data (IMF)	- 5,0
Gylfason (1991)	37	1980 - 1985	Cross Section (WB), PC	- 2,0
De Gregorio (1992, 1993)	12	1950 - 1985	Cross Section (BW, WB, PWT), PC	- 0,7
Roubini and Sala-i-Martin (1992)	98	1960 - 1985	Cross Section (BW), PC	- 2,2
Fischer (1993)	80	1960 - 1989	Cross Section (WB)	- 1,8
Motley (1994)	78	1960 - 1990	Cross Section (PWT), PW	- 1,3 do - 4,5
Barro (1995, 1997)	100	1960 - 1990	Cross Section (PWT), PC	- 1,0 do - 1,5
Sarel (1996)	87	1970 - 1990	Panel Data (WB, PWT), PC	- 5,8
Taylor (1996)	USA	1952 - 1993	Time series	- 11,2
Bruno and Easterly (1998)	97	1961 - 1992	Panel Data (WB), PC	- 1,2
Gylfason (1999)	105	1985 - 1994	Cross Section (WB), PC	- 2,3
Rousseau and Wachtel (2001)	84	1960 - 1995	Panel (WB), PC	- 0,14
Gylfason and Herbertsson (2001)	170	1960 - 1992	Panel (PWT, WB), PC	- 0,6 do - 1,3

PWT označava Penn World Tables; WB World Bank, IMF International Monetary Fund, BW the Barro – Wolf data set, UN United Nations. PC označava da se koristi GDP per capita i PW per worker

Izvor: Gylfason i Herbertsson (2001), str. 408.

koji datiraju iz 50-ih i 60-ih godina 20. veka. Serije studija MMF-a iz 60-ih godina 20. veka nisu pronašle dokaze o narušavanju privrednog rasta izazvanog uticajem inflacije (radovi Wai, 1959 ; Bhatia, 1960; Dorrance, 1963). Johanson (1967) u svom istraživanju pod nazivom *Is Inflation Retarding Factor in Economic Growth?* nije mogao da pruži empirijske dokaze postojanja bilo pozitivne ili negativne veze između ove dve varijable [Johanson, 1967, pp. 121 - 130]. Nalazi iz 60-ih godina 20. veka pokazali su da inflacija nema naročitu važnost za privredni rast.

Heitger (1985) ukazuje na značajno pozitivnu vezu između stope inflacije i varijabilnosti i značajno negativan odnos između inflacije i privrednog rasta [Heitger, 1985, pp. 49 - 69]. Kormendi i Meguire (1985) u istraživanju sprovedenom na preseku podataka iz 47 država u periodu od 1950. do 1977. godine pronašli su negativan uticaj inflacije na privredni rast iako se gubi snaga objašnjenja kada je unutar jednačine regresije uključena i stopa investicija. To bi moglo značiti da se efekat inflacije uglavnom ogleda u smanjenju investicija ali ne i produktivnosti kapitala [Kormendi & Meguire, 1985, pp. 141 - 163]. Grier i Tullock

(1989) potcenili su model koji isključuje stopu investicija a uključuje nekoliko mera nominalne nestabilnosti (kao što je stopa inflacije, ubrzavanje cena i standardna devijacija inflacije). Rezultati se razlikuju u zavisnosti od grupe posmatranih zemalja ali za zemlje OECD – a samo varijabilnost inflacije izgleda značajno i ima negativan efekat na rast [Grier & Tullock, 1989, pp. 259 - 276]. U skorije vreme studija dugoročnog uticaja inflacije je napredovala u okviru jednačina konvergencije razvijenih od strane Barro i Sala – i – Martin (1991) [Barro & Sala - i - Martin, 1991]. Barro (1990) pronalazi negativnu ali slabu vezu između inflacije i stope rasta realnog per capita GDP-a u periodu od 1970. do 1985. godine u preseku 117 zemalja [Barro, 1990, pp. 68 - 75]. Koristeći vremenske serije za 21 državu u periodu od 27 godina Grimes (1991) je došao do zaključka da povećanje stope inflacije od 0 do oko 9 % godišnje smanjuje godišnju stopu privrednog rasta u svakoj posmatranoj državi za oko 1% u proseku [Grimes, 1991, pp. 631 - 644]. Fischer (1991, 1993) je ukazao na značajan uticaj nekoliko kratkoročnih makroekonomskih pokazatelja a posebno inflacije na stopu rasta. Cozier i Selody (1992) pro-

cenili su unakrsne jednačine konvergencije za različite uzorke i pronašli su prilično veliki i negativan efekat inflacije na dohodak u zemljama OECD. Oni zaključuju da inflacija pre pogađa nivo nego stopu rasta produktivnosti i da je uticaj varijabilnosti inflacije slab [Cozier & Selody, 1992]. Ovi nalazi poklapaju se sa rezultatima koje je dobio Barro (1995) u svom poznatom radu „Inflation and Economic Growth“. Barro preciznije ispituje tridesetogodišnji prosek podataka iz 100 država u vremenskom periodu od 1960. do 1990. godine koristeći instrumentalne varijable kao metod procene. Barro je dobio snažne rezultate koji pokazuju da porast prosečne inflacije od 10% na godišnjem nivou usporava stopu privrednog rasta za 0,2 do 0,3 procentna poena godišnje. On tvrdi da bez obzira što je negativan uticaj inflacije na privredni rast mali, dovodi do suštinskih dugoročnih efekata na životni standard [Barro, 1995]. Generalan zaključak svih drugih studija je u skladu sa negativnom korelacijom između inflacije i prihoda u dugom roku što je i prikazano u teorijskoj literaturi. Ipak, konsenzus u tom pogledu je daleko od apsolutnog i pojedini autori su čak kritikovali ove nalaze tvrdeći da nedostatak potpu-

nog teorijskog okvira otežava tumačenje empirijskih korelacija. Nešto kasnije argumente razvili su Levine i Renelt (1992), Levine i Zervos (1993) i Clark (1993). Levine i Renelt (1992) sprovode iscrpnu analizu osetljivosti između širokog opsega regresora u jednačinama rasta i zaključuju da statistički značaj (čak i znak) u većini ovih varijabli (inflacija među njima) nije nepromenljiv na promene opsega informacija [Levine & Renelt, 1992, pp. 426 - 430].

Međutim, postoje i druga empirijska istraživanja koja tvrde da je veza između inflacije i privrednog rasta krhka. Bruno i Easterly (1998) u radu *Inflation Crisis and Long – run Growth* i Bullard i Keating (1995) u radu *The Long – run Relationship between Inflation and Output in Post – war Economies* navode da se negativan odnos između inflacije i privrednog rasta javlja samo u slučaju kada se premaši neka određena granica tj. prag. Niže stope inflacije u relaciji inflacija – privredni rast nemaju značajan uticaj. U nekim slučajevima efekat inflacije na privredni rast je pozitivan. Više stope inflacije imaju značajno negativan efekat na privredni rast. Bruno i Easterly (1998) su pokazali da pojedine ekonomije iako su pret-

pele udar inflacije od 20 – 30 % nisu imale negativne posledice na privredni rast. Međutim, kada inflacija premaši određeni kritični nivo vrednosti (prema Bruno i Easterly taj nivo iznosi 40 %) nivo realne aktivnosti znatno opada.

4. TRANSMISIONI MEHANIZAM INFLACIJE NA PRIVREDNI RAST

Savremena teorija inflacije posećuje adekvatnu pažnju ne samo istraživanju uzročnih faktora koji dovode do formiranja porasta stope inflacije nego i transmisijom mehanizmu inflacije. Ćirović (1987) ističe da se značaj transmisijom mehanizama ogleda kroz „*teorijsko objašnjenje snage samoreprodukcije inflacije u smislu stvaranja dugoročne inflacione sekvence i ukazivanje na aktivnu ulogu prenosnih karika u transmisiji inflacionog procesa*“. Samo na osnovu teorijskog povezivanja transmisijom mehanizma inflacije može se razumeti zašto inflacioni procesi po pravilu imaju kumulativan karakter i dugoročno trajanje, odnosno zašto je borba protiv inflacije po pravilu složena [Ćirović, 1987, pp. 217].

Inicijalni impuls inflacije može imati bilo koji, od mnogobrojnih,

uzroka inflacije. Živković i Kožetinac (2009) ističu da se jednom pokrenuti inflatorni proces najčešće manifestuje kao monetarna inflacija (*inflacija tražnje*) odnosno potrošnje. Ekspanzija agregatne tražnje ili samo jednog od njenih oblika³ ili autonomni rast cena koji određi država, uvozni inflatorni udar i slično, dovodi do ekspanzije novčane tražnje. Oni dalje navode da porast uvoza i ponuda robe na tržištu nije u stanju da simultano prati kretanje novčane tražnje, što dovodi do raskoraka u ex ante formiranoj novčanoj tražnji i robnoj ponudi na tržištu. Povećanje cena, dok ne pristignu novi robni fondovi na tržište uspostavljaju odgovarajuću ravnotežu. Cena robnih fondova se *naduvala* kako bi zadovoljila povećanu novčanu tražnju. Uspostavljena ravnoteža robnih i kupovnih fondova samo je privremena pa je iz tog razloga i tržišna ravnoteža privremena.

Živković i Kožetinac smatraju da se proces usklađivanja odvija kroz: (1) *proces prilagođavanja u strukturi cena robe i cena novca (materijalni troškovi, amortizacija, lični dohoci, državni zahtevi, akumulaci-*

³ Pod pretpostavkom da drugi oblici potrošnje ne padaju u odgovarajućem obimu.

ja, kamata) i (2) proces usklađivanja cena na robnim tržištima, s obzirom na to da početni proces usklađivanja ponude i tražnje na tržištu ne deluje automatski na svu robu i usluge. Taj proces međusobnog usklađivanja cena na tržištu se i dalje nastavlja. Svaki od proizvođača, kada je inflatorni proces već pokrenut, nastoji da održi i/ili eventualno popravi svoju poziciju u primarnoj raspodeli.

Monetarno poreklo početnog inflatornog impulsa ubrzo se pretvara u troškovni tip inflacije. Zapravo, transmisioni mehanizam koji u početku ima oblik *cene – cene*, pretvara se u novi, paralelan proces: *cene – plate; cene – kamate; cene – devizni kurs*.

Početni rast cena⁴, navode Živković i Kožetinac, dovodi do pokretanja rasta plata i nadnica, uvek kada nisu pod kontrolom. Rast plata i nadnica postaje autonoman i nezavisan od produktivnosti rada. Nominalne plate počinju trku s rastom cena, da bi se zadržale realne vrednosti. Novčana inflacija pretvara se u inflaciju troškova i koegzistira s tom inflacijom. Kako sve grane nisu u stanju da istovremeno i brzo i dovoljno

reaguju rastom dohotka, nastaju velike disproporcije u kretanju plata i cena. Nastaju brojni inflatorni dobici i gubici uz postepeno širenje strukturne inflacije po sektorima. Normalno je da se pri tom mora sagledati kako se pojedini elementi cena proizvodnje dovoljno i brzo prilagođavaju rastu cena. Očigledno je da se položaj grane ili preduzeća u tom procesu menja, zavisno od ponašanja njihovih faktora reprodukcije i inflacije. Sasvim je jasno da će položaj različitih grana i subjekata biti potpuno asimetričan pa i mehanizam apsorbovanja inflatornog udara, ukoliko se transmisija inflatornog impulsa prenese na materijalne troškove.

Inflacija dovodi do povećanja nominalnih kamata na pozajmljeni novac i kapital da bi se realna kamata zadržala na datom nivou. Međutim, gubi se iz vida drugi proces koji se paralelno odvija. Naime, inflacija istovremeno deluje i na formiranje realne profitne stope, na koju deluje ponašanje svih faktora proizvodnje. Zato u procesu delovanja i prenošenja inflatornog impulsa na kamatni sektor treba tražiti tu integralnu vezu realne kamate i realne profitne stope. Inflacija deluje i na devizni kurs, posebno u otvorenoj ekonomiji, dovodeći do deprecijacije kursa domaće

⁴ Pod pretpostavkom i da je autonomnog karaktera.

valute, zavisno od razlika u visini domaćih i svetskih cena. Peglanje nacionalne valute u uslovima inflacije zavisi od brojnih faktora što određuje i sam mehanizam i brzinu transmisije domaće inflacije na devizni kurs. Na tim osnovama se danas svaki tip inflacije, pre ili kasnije, pojavljuje kao troškovna inflacija, uz otvoren proces samoreprodukcovanja inflacije. Ukoliko inflaciona spirala dobije veće ubrzanje, nastaje proces sveopšte indeksacije i prilagođavanja inflacije, što dovodi do akceleracije inflacije i simultanog delovanja velikog broja faktora inflacije.

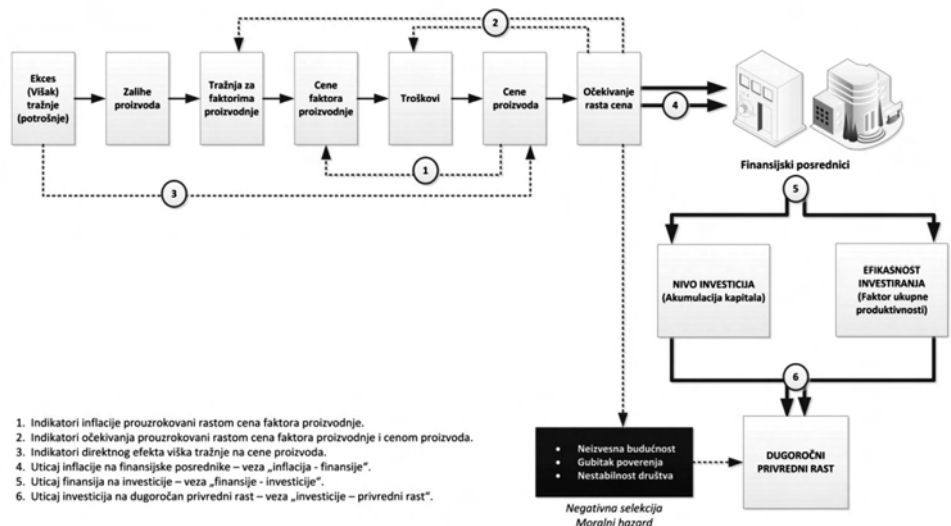
Zbog takvog difuznog širenja inflacije Živković i Kožetinac ističu da je veoma otežana borba protiv nje. Ako dođe do smanjivanja budžetske potrošnje ili naglog ograničenja investicija, odnosno do monetarnih ograničenja u ponudi novca, ne dolazi do naglog obaranja inflacije. Teorija to objašnjava činjenicom da se inflacija tražnje redovno transformiše u inflaciju troškova i strukturnu inflaciju, koje su otporne na snižavanje efektivne novčane tražnje. Tako je nastala i teza da treba relativno duži period primenjivati politiku smanjivanja agregatne tražnje da bi počeo proces snižavanja troškovne

inflacije. Međutim, ova teza ne uzima u obzir ceo niz negativnih efekata koji redovno nastaju naročito zbog činjenice da inflacija troškova gotovo ne reaguje na monetarne restrikcije [Živković & Kožetinac, 2009, pp. 260 - 262].

Kada se govori o transmisiji inflacije na privredni rast postojeća literatura, u osnovi, ukazuje na mehanizam finansijskih posrednika. Kao što je prikazano sa Slici 3. deo 4. inflacija može uticati na privredni rast preko finansijskih posrednika što predstavlja direktan uticaj. Dok je direktan uticaj inflacije na privredni rast jednostavno predstavljen i težak za sam model, većina teorijskih studija usmerene su na glavni kanal ***inflacija – finansijski posrednici – investicije – rast*** koji je na Slici 3. prikazan boldovanim linijama. Da bi se precizno ispitala ova teorijska pretpostavka mehanizma uspostavljene su tri veze i to: veza *inflacija – finansije* (4), veza *finansije – investicije* (5) i veza *investicije – privredni rast* (6).

Veza *inflacija – finansije* (4), koja predstavlja startnu tačku kanala kroz koji inflacija utiče na privredni rast, dobro je ispitana i rezultati su pokazali da čak i predvidljivo povećanje stope inflacije može uticati na razvoj finansijskog tržišta.

Slika 3. Mehanizam transmisije inflacije u privredi i mehanizam transmisije inflacije na privredni rast



Izvor : Autorski prikaz

Značajan broj empirijskih studija koje se bave proučavanjem odnosa između inflacije i razvoja finansijskog tržišta pokušava da opravda zaključak da su finansijska tržišta važan kanal transmisije inflacije na privredni rast. Boyd et al. (2001) su u radu *The Impact of Inflation on Financial Sector Performance* ispitali petogodišnji prosek podataka o kreditima banaka privatnom sektoru, obimu neizmirenih obaveza banaka, kapitalizacije berze i obima trgovine (sve kao odnos prema GDP-u) i podataka o inflaciji u periodu od 1960.

do 1995. godine. Njihovi rezultati pokazali su da pri uslovima niske do umerene inflacije povećanje inflacije dovodi do znatno manjeg obima bankarskih zajmova privatnom sektoru, nižeg nivoa neizmirenih obaveza banaka i značajnog smanjenja nivoa kapitalizacije berze i obima trgovanja. Pored toga, Boyd et al. su ukazali i na nelinearnost veze između inflacije i finansijskog razvoja. Negativni efekti inflacije na privredni rast ostaju plitki sve dok inflacija ne poraste do kritičnog nivoa. Procentni poen povećanja stope

inflacije ima mnogo veći efekat na finansijski razvoj u uslovima niske stope inflacije. Boyd et al. nisu procenili tačan prag delovanja već su eksperimentisali s kritičnim vrednostima stopa inflacije u rasponu od 7,5 % do 40 % a zatim su izabrali stopu inflacije od 15 % kao reprezentativnu [Boyd et al., 2001, pp. 221 - 248]. Khan et al. (2001) su procenili neuravnoteženi panel podataka iz 168 država za period od 1960. do 1999. Koristeći procenu sa ili bez instrumentalnih varijabli Khan et al. pronašli su drugi prag delovanja inflacije preko kojeg je inflacija imala snažne negativne efekte na sve mere finansijske dubine⁵ a ispod kojeg je inflacija imala beznačajne čak i pozitivne efekte na finansijsku dubinu. Ovaj prag je procenjen na opseg od 3 % do 6 % [Khan & Senhadji, 2001].

Sličan obrazac za vezu *inflacija – rast* i vezu *inflacija – finansijske*

snažno podržava činjenicu da su finansijska tržišta važan kanal kroz koji inflacija može negativno i nelinearno da deluje na privredni rast. Ovde je važno napomenuti dva pitanja. Prvo pitanje je kako performanse finansijskog tržišta utiču na realnu privrednu aktivnost? Postojeći teorijski modeli s novcem i aktivnim kreditnim tržištem ukazuju na to da akumulacija kapitala povezuje inflaciju i realne privredne performanse kroz finansijsko tržište. U osnovi, modeli podržavaju mehanizam kroz koji inflacija pogoršava negativnu selekciju na finansijskom tržištu, smanjuje aktivnost finansijskih posrednika a zatim i ograničava dostupnost investicionog kapitala čime u krajnjoj liniji smanjuje realan dugoročni privredni rast. Kako je u teorijskim modelima procenjeno da inflacija utiče na akumulaciju kapitala kroz kanal finansijskog tržišta, empirijski nalazi snažne veze između inflacije i aktivnosti finansijskog tržišta u izvesnoj meri podržavaju postojeće teorijske modele. Drugo pitanje je da li empirijski nalazi veze *inflacija – investicije* i *investicije – rast* podržavaju postojeći teorijski modeli? S jedne strane i konvencionalni modeli rasta i empirijske studije dosledno pokazuju veoma značajnu pozitivnu vezu

⁵ Finansijska dubina je merena pomoću nekoliko alternativnih indikatora : (1) domaći krediti privatnom sektoru kao udeo u GDP-u; (2) domaći krediti privatnom sektoru uvećani za kapitalizaciju berze kao udeo u GDP-u; (3) domaći krediti privatnom sektoru uvećani za kapitalizaciju berze kao udeo u GDP-u i tržišne kapitalizacije privatnih i javnih obveznica kao udeo u GDP-u.

između investicija i realnih privrednih performansi. Empirijski, istraživanja Kinga i Levina (1993a, 1993b), Levina i Zervosa (1998) i Atjea i Jovanovića (1993) pokazala su da su različite mere razvoja finansijskog tržišta u snažnoj pozitivnoj korelaciji s nivoom investiranja, efikasnošću investiranja i realnim privrednim rastom. Barro (1995) je u svojoj studiji *Inflation and Economic Growth* ukazao na veoma značajan pozitivan efekat odnosa investicije/GDP na privredni rast. Konkretno, povećanje investicija za 10 procentnih poena godišnje će biti povezano s povećanjem stope rasta realnog per capita GDP-a za 0,2 do 0,4 procentna poena godišnje. On dalje navodi da je smanjenje sklonosti ka investiranju, najverovatnije, kanal kroz koji inflacija smanjuje privredni rast. Barro je u svojim procenama pokazao da uticaj stope inflacije u prosečnom iznosu od 10 procentnih poena godišnje smanjuje učešće investicija u GDP-u za 0,4 do 0,6 procentnih poena godišnje i smanjuje realni per capita GDP-a za 0,2 do 0,3 procentna poena godišnje. Studija Borroa pruža hipotetički mehanizam kojim inflacija smanjuje nivo investicija i kojim smanjenje investicija negativno utiče na privredni rast. Treba napomenuti da je

u svojoj studiji Barro koristio zbirne podatke i pretpostavku da između inflacije i privrednog rasta i između inflacije i investicija postoji linearna veza. Ako se uzme u obzir da nasuprot tome, skorije studije pokazuju značajan nelinearni efekat inflacije na privredne performanse, može se očekivati da prag efekata postoji i u vezi inflacija – investicije pod pretpostovakom da je hipotetički mehanizam validan. Međutim, dosadašnja istraživanja se nisu bavila ovim pitanjem. Pored toga, buduća istraživanja mogla bi da se fokusiraju na vezu inflacija – efikasnost investicija kako bi de utvrdilo da li inflacija utiče na privredni rast kroz efikasnost investiranja ili kroz nivo investiranja.

5. ASIMETRIČNOST INFORMACIJA – FAKTOR KOJI MOŽE OBJASNITI NELINEARNOST EFEKTA INFLACIJE NA PRIVREDNI RAST

Prisustvo transakcionih troškova na finansijskim tržištima delom objašnjava zašto finansijski posrednici i indirektno finansiranje imaju značajnu ulogu na finansijskim tržištima. Dodatni razlog je i to što na finansijskim tržištima jedna strana često ne zna dovoljno o drugoj

strani da bi donela ispravne odluke. Ovakva nejednakost poznata je kao *asimetričnost informacija*. Asimetričnost informacija stvara problem i pre transakcije i posle nje. Prvi problem koji stvara asimetričnost informacija poznat je kao *negativna selekcija* i on se vezuje za period pre izvršenja transakcije. Negativna selekcija se na finansijskom tržištu dešava onda kada su potencijalni zajmoprimci ujedno oni koji najčešće izazivaju štetne posledice – veliki kreditni rizik, a koji najaktivnije traže zajam te najčešće budu odabrani. Kako negativna selekcija povećava kreditni rizik, zajmodavci mogu odlučiti da ne daju zajam, pa čak i ako na tržištu postoje dobri uslovi za to. Drugi problem asimetričnih informacija poznat je kao moralni hazard i on nastaje nakon što se izvrši transakcija. Takav rizik na finansijskom tržištu jeste rizik u koji zajmoprimac može da se upusti kada su u pitanju nemoralne aktivnosti iz ugla zajmodavca, jer one smanjuju verovatnoću da će dug biti vraćen. S obzirom na to da *moralni hazard* smanjuje mogućnost otplate duga, zajmodavci mogu odlučiti da pozajmicu radije ne daju [Mishkin, 2006].

Da bi se objasnila negativna veza između inflacije i privrednog rasta a

samim tim i nelinearni efekat koji postoji između ove dve varijable, konvencionalni monetarni modeli mogu se modifikovati upravo uvođenjem asimetričnih informacija u monetarni model rasta.⁶ U suštini, model se bazira na nalazima empirijskih studija koji izražavaju negativnu povezanost između inflacije i realnog povraćaja kapitala. Mehaniizam funkcioniše na sledeći način: inflacija smanjuje realne prinose na uloženu štednju čime pogoršava poziciju finansijskog sistema izazivajući tzv. *informativno trenje*. Ovo *trenje* finansijskog tržišta može imati za posledicu racionalizaciju kredita ograničavajući dostupnost investicionog kapitala (nivoa investicija), smanjujući efikasnost alokacije štednje u investicione projekte (efikasnost investiranja) i na kraju, nepovoljno uticati na dugoročan privredni rast.

Više stope inflacije deluju slično kao porez na realne bilanse ili rezerve banaka. Činjenica je da porast stope inflacije obara realne kamatne stope ne samo na novac već i na imovinu u celini. Konkretno, više stope inflacije realno smanjuju stope

⁶ Detaljnije videti radove Azariadis i Smith (1996), Choi et al. (1996), Hybena i Smith (1999), Bose (2002).

prinosa koje štediše zarađuju i smanjuju realne kamatne stope koje dužnici plaćaju. Po sebi, ovaj efekat čini da više ljudi želi da bude u ulozi dužnika a manje u ulozi štediša. Međutim, oni koji nisu inicijalno dobili kredit predstavljaju dužnike nižeg kvaliteta ili drugim rečima veći kreditni rizik. Investitori će biti nezainteresovani da daju kredite dužnicima po nižim kamatnim stopama i stoga moraju preduzeti nešto što će ograničiti potražnju za ekstremnim izvorima finansiranja. Specifičan odgovor na ovakvu situaciju je da tržišta racionalizuju kredite i da ozbiljnija racionalizacija prati veću inflaciju. Kreditna racionalizacija ograničava dostupnost investicionog kapitala, finansijski sistem pravi manje kredita, alokacija resursa je manje efikasna i aktivnost finansijskih posrednika je smanjena. Prema tome, dugoročni privredni rast opada kako stope inflacije rastu.

6. PRAG DELOVANJA INFLACIJE NA PRIVREDNI RAST

Ako inflacija ima nelinearan karakter i negativno utiče na privredni rast sledi da bi kreatorima ekonomske politike primarni cilj trebalo da bude održavanje niske i stabilne sto-

pe inflacije. Međutim, pitanje je koliko niska stopa inflacije treba da bude? Da li ciljana stopa inflacije treba da bude 10, 5 ili 0 procentnih poena? Uopšte, pitanje je na kojem nivou inflacije će odnos između inflacije i privrednog rasta postati negativan?

Ova pitanja zaokupirala su veliki broj empirijskih studija koje su imale za cilj da ispituju nelinearnost veze⁷ između inflacije i privrednog rasta. Drugim rečima, pri nekim nižim stopama inflacije veza između inflacije i privrednog rasta može biti pozitivna ili da uopšte ne postoji. Međutim, pri višim stopama inflacije veza postaje negativna. Ako ovakva nelinearna veza postoji onda bi, u principu, trebalo da bude moguće da se proceni tačka ili prag na kojem se znak veze između inflacije i privrednog rasta menja.

Prvobitni rad Fischera (1993) *The Role of Macroeconomic Factors in Growth* je među prvima ispitao mogućnost postojanja nelinearnosti u vezi između inflacije i dugoročnog privrednog rasta. Fischerovi nalazi ukazuju na negativnu vezu

⁷ Više o nelinearnom odnosu inflacije videti u radovima Fischer (1993), Sarel (1996), Gosh i Phillips (1998), Christoffersen i Doyle (1998), Bruno i Easterly (1998).

između inflacije i privrednog rasta. On je u istraživanju koristio proizvoljno izabrane nivoe inflacije od 15 % i 40 %. Njegovi nalazi pokazali su ne samo prisustvo nelinearnosti odnosa između inflacije i privrednog rasta već i da pri nižim stopama inflacije ovaj odnos pokazuje pozitivnu vezu a da se ta veza gubi pri stopama inflacije koje premašuju 40% [Fischer, 1993, pp. 485 - 512]. Istraživanje praga delovanja inflacije na privredni rast nastavio je Sarel (1996). On je u svom poznatom radu *Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth* testirao postojanje strukturnog prekida u odnosu između inflacije i privrednog rasta. Koristeći fiksne efekte kako bi ispitao uzorke iz 87 zemalja (uključujući industrijske zemlje i zemlje u razvoju) u periodu od 1970. do 1990. dobio je rezultate koji ukazuju na značajan strukturni prekid pri godišnjoj stopi inflacije od 8%. Ispod ove stope inflacije, navodi Sarel, inflacija nema značajan uticaj na privredni rast i u nekim slučajevima može imati blag pozitivan efekat. Za stope inflacije iznad 8% odnos između inflacije i privrednog rasta je negativan, statistički značajan i jak [Sarel, 1996, pp. 199 - 215]. Gosh i Phillips (1998) pokrenuli su pitanje rezultata Sarelovog

istraživanja pa su u svom istraživanju koristili veći uzorak od uzorka koji je analizirao Sarel. Dobijeni rezultati bili su iznenađujući. Utvrdili su da je prag negativnog delovanja inflacije na privredni rast značajno niži tj. pri stopi inflacije od svega 2,5 % na godišnjem nivou [Gosh & Phillips, 1998, pp. 672 - 710]. Christoffersen i Doyle (1998) su procenili da je prag negativnog delovanja pri stopi od 13% za privrede u tranziciji [Christoffersen & Doyle, 1998]. Khan i Senhadji (2000) u studiji *Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth* koristeći neproporcionalni panel od 140 država u periodu od 38 godina dobili su rezultate koji snažno ukazuju na postojanje praga iznad kojeg inflacija ima negativan uticaj na privredni rast. Taj prag je niži za industrijske zemlje i iznosi od 1 % do 3 % dok za zemlje u razvoju iznosi od 7 % do 11 %. Pragovi su statistički značajni [Khan & Senhadji, 2000]. Kremer et al. (2009) pružaju najnovije dokaze uticaja inflacije na dugoročan privredni rast za panel od 63 industrijalizovanih i neindustrijalizovanih zemalja. Empirijski rezultati pokazuju da inflacija usporava rast ako se pređe prag od 2 % za industrijalizovane i 12 % za neindustrijalizovane ze-

mlje. Studija, međutim, pokazuje da je ispod ovih pragova efekat inflacije na privredni rast značajno pozitivan [Kremer et al., 2009].

ZAKLJUČAK

Razmatrajući odnos između inflacije i privrednog rasta primećuje se da taj odnos predstavlja jedan on najvažnijih problema kojima se bavi makroekonomska nauka. Korišćći činjenice koje su iznete u vezi ovog važnog odnosa može se konstatovati sledeće: sa aspekta teorije, pre svega treba imati u vidu da su negativni efekti inflacije proučavani u kontekstu modela privrednog rasta pa je otuda veoma važno istaći koji modeli su osnova analize. Ukoliko su u analizi korišćeni modeli koji su tokom ekonomske istorije pokazali da ne poseduju empirijske dokaze o zakonitostima na kojima počivaju onda su i rezultati analize diskutabilni.

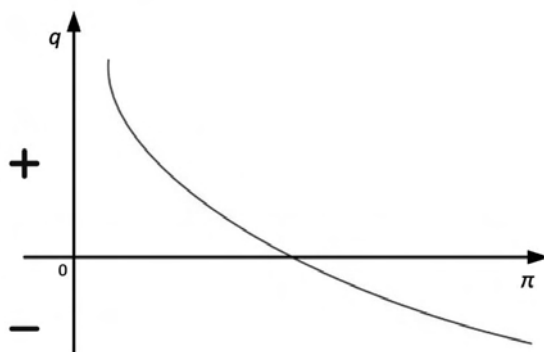
Iz većine napred navedenih empirijskih nalaza odnosa između inflacije i privrednog rasta može se izvući zaključak da je taj odnos negativan odnosno da inflacija negativno utiče na stopu privrednog rasta. S druge strane, ako se uzme u obzir činjenica nepostojanja apsolutnog konsenzusa među ekonomistima o

jasnoj teorijskoj koncepciji veze između inflacije i privrednog rasta otežava se tumačenje empirijskih nalaza korelacije pa su i dobijeni rezultati diskutabilni.

Na osnovu činjenica o odnosu između inflacije i privrednog rasta kao i činjenice o postojanju nelinearnosti odnosa između ove dve varijable može se konstatovati da:

- nelinearnost odnosa između inflacije i privrednog rasta pokazuje da se promene u stopi inflacije ne odražavaju istim intenzitetom na stopu privrednog rasta već se, pri različitim kritičnim vrednostima, različito ponašaju. Taj odnos bi grafički mogao da se predstavi kao na Slici 4.
- U ekonomskoj literaturi postoji mišljenje po kojem jednom kada inflacija premaši određeni kritični nivo izaziva poremećaj privrednog rasta ali ako stopa inflacije i dalje nastavi da raste neće imati dodatne konsekvence po finansijski sektor i privredni rast. Empirijski dokazi pružaju nam informacije o postojanju dva praga delovanja inflacije na privredni rast. Donji prag uticaja ispod kojeg inflacija nema negativan uticaj

Slika 4. Kriva odnosa između inflacije i privrednog rasta



Izvor: Autorski prikaz

na privredni rast već ga u nekim slučajevima blago stimulise i gornji prag uticaja iznad kojeg inflacija ima značajno negativan uticaj na privredni rast koji se ispoljava usporavanjem privredne aktivnosti. Ako se uzmu o obzir rezultati najznačajnijih empirijskih studija i činjenice da je inflacija kumulativni proces i da je skoro nemoguće eliminisati iz transmissionog mehanizma onda se prethodno mišljenje ne može u potpunosti prihvatiti kao osnovano jer će svako novo povećanje stope inflacije vršiti

dodatni pritisak.⁸ S druge strane, veoma je teško govoriti o tačnim vrednostima praga negativnog delovanja inflacije na privredni rast. Proučavajući podatke o prosečnoj godišnjoj vrednosti privrednog rasta i prosečnoj godišnjoj vrednosti inflacije može se konstatovati da u nekim zemljama sa znatno visokom prosečnom stopom inflacije postoji značajna prosečna vrednost privrednog rasta. Konkretno, Izrael sa prosečnom vrednošću inflacije od 36,81% ima prosečnu vrednost privrednog rasta od 5,45%,

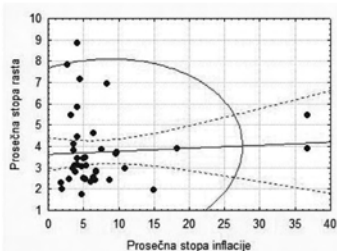
⁸ Pritisak na finansijski sistem kroz povećanje mogućnosti negativne selekcije i moralnog hazarda.

Čile sa prosečnom vrednošću inflacije od 48,94 % ima prosečnu vrednost privrednog rasta od 4,25 %, Zimbabve sa prosečnom vrednošću inflacije od 634,71 % ima prosečnu vrednost privrednog rasta 2,83 % itd. Na Slici 5. prikazani su dijagrami odnosa između inflacije i privrednog rasta kreirani na osnovu prosečnih vrednosti godišnje stope inflacije i prosečne vrednosti godišnje stope privrednog rasta. Podaci su podeljeni na četiri kategori-

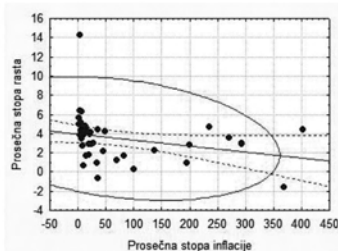
je i to: podaci zemalja sa veoma visokim društvenim razvojem, zemalja sa visokim društvenim razvojem, zemalja sa srednjim društvenim razvojem i zemalja sa niskim društvenim razvojem.

- Na osnovu prikazanih dijagrama mogu se izvući dva zaključka i to: u zemljama koje imaju veoma visok društveni razvoj regresiona linija pokazuje pozitivan trend tako da se može reći da inflacija deluje stimulatивно na privredni rast

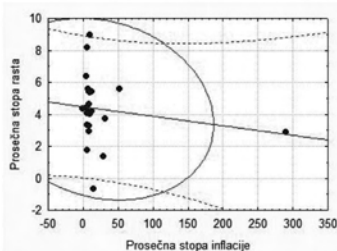
Slika 5. Dijagrami odnosa inflacije i privrednog rasta



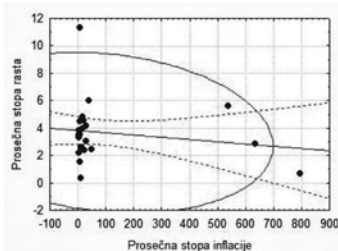
5a. Zemlje sa veoma visokim društvenim razvojem



5b. Zemlje sa visokim društvenim razvojem



5c. Zemlje sa srednjim društvenim razvojem



5d. Zemlje sa niskim društvenim razvojem

Dijagrami su kreirani na osnovu podataka WDI (World Development Indicators)

Izvor: Autorski prikaz

(čime se potvrđuju neke ranije empirijske studije). Naravno, treba imati u vidu prisustvo nelinearnog odnosa pa su pozitivni efekti na rast izuzetno mali; ostala tri slučaja pokazuju da u zemljama sa visokim, srednjim i niskim društvenim razvojem, koje su imale epizode viših stopa inflacije, regresiona linija pokazuje negativan trend što znači da inflacija negativno deluje na privredni rast (čime se, takođe, potvrđuju neke ranije empirijske studije). Ovde je značajno naglasiti da su vrednosti koeficijenata korelacije u sva četiri slučaja izuzetno niski što znači da inflacija samo jednim delom utiče na privredni rast.

LITERATURA

1. Atje, R., Jovanovic, B. [1993] „Stock Markets and Development“, *European Economic Review*, (37), pp. 632 – 640.
2. Barro, R. Comment on R. Dornbusch, F. Sturzenegger, H. Wolf [1990]. „Extreme inflation: dynamics and stabilization“, *Brooking Papers on Economic Activity*, 2, pp. 68 – 75.
3. Barro, R. [1995] Inflation and Economic Growth, NBER Working Paper 5326.
4. Barro, R., Sala – i – Martin, X. [1991] „Convergence across states and regions“, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
5. Boyd, J.H., Levine, R., Smith, B.D. [2001] „The Impact of Inflation on Financial Sector Performance“, *Journal of Monetary Economics*, 47, 2001, pp. 221 – 248.
6. Bruno, M., Easterly, W. [1998] „Inflation Crisis and Long – run Growth“, *Journal of Monetary Economics*, 41, pp. 3 – 26.
7. Bullard, J., Keating, J. [1995] „The Long – run Relationship between Inflation and Output in Post – war Economies“, *Journal of Monetary Economics*, 36, pp. 477 – 496.
8. Christoffersen, P.F., Doyle, P. [1998] „From Inflation to Growth: Eight Years of Transition“, *IMF Workign Paper 98/99*, International Monetary Fund.
9. Clark, T.E. [1993] „Cross – country evidence on long run growth and inflation“, *RWP 93 – 05*. Federal Reserve Bank of Kansas City.
10. Cozier, B., Selody, J. [1992] „Inflation and macroeconomic performance: some cross – country evidence“, *Department of Monetary and Financial Analysis*, Bank of Canada.
11. Ćirović, M. [1987] *Monetarna ekonomija*, European Center for Peace and Development University for Pe-

- ace Established by United Nations, Beograd.
12. Dušanić, B.J. [2009] *Hiperinflacija – da li nas istorija nečem uči*, Beogradska poslovna škola, Beograd.
 13. Feldstein, M. [1976] „Inflation, Income Taxes and the Rate of Interest: A Theoretical Analysis“, *American Economic Review*, 66, pp. 809 – 820.
 14. Fischer, S. [1991] „Growth, macroeconomics, and development“, *NBER Working Paper* 3702.
 15. Fischer, S. [1993] „The role of macroeconomic factors in growth“, *Journal of Monetary Economics*, 32, pp. 458 – 512.
 16. Fischer, S. [1983] „Inflation and Growth“, *NBER Working Paper Series No 1235*, pp. 1 – 7.
 17. Foley, D., Sidrauski, M. [1970] „Portfolio Choice, Investment and Growth“, *American Economic Review*, 60, pp. 44 - 63
 18. Gordon, J.R. [1982] „Why Stopping Inflation May Be Costly: Evidence from Fourteen Historical Episodes“, In Hall, E.R. eds *Inflation: Causes and Effects*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, Chicago, pp. 12 – 15.
 19. Gosh, A., Phillips, S. [1998] „Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth“, *IMF Staff Papers*, *International Monetary Fund*, 45 (4), pp. 672 – 710.
 20. Grier, K., Tullock, G. [1989] „An empirical analysis of cross – national economic growth, 1951 – 80“, *Journal of Monetary Economics*, 24 (2), pp. 259 – 276.
 21. Grimes, A. [1991] „The effects of inflation on growth: some international evidence“, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 127 (4), pp. 631 – 644.
 22. Gylfason, T., Herbertsson, T.T. [2001] „Does inflation matter for growth?“ *Japan and the World Economy*, 13, pp. 410 – 414
 23. Heitger, B. [1985] „Bestimmungsfaktoren internationaler waschumsdifferenzen“, *Weltwirtschaft 1*, pp. 49 – 69.
 24. Johanson, H.G. [1967] „Is inflation Retarding Factor in Economic Growth?“, In Krivine, D. eds. *Fiscal and Monetary Problems in Developing States*, Proceedings of the Third Rehorth Conference, Praeger, New York, pp. 121 – 130.
 25. Jovanovski, T. [2008] „Fenomenot inflacija“, *Prilozi*, 39 (2), pp. 129 – 145.
 26. Khan, M.S., Senhadji, A. [2000] „Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth“, *IMF Working Paper*, IMF Institute.
 27. Khan, M.S., Senhadji, A.S., Smith, B.D. [2001] „Inflation and Financial Depth“, *IMF Staff Paper*, 2001.

28. King, R.G., Levine, R. [1993] „Finance and Growth: Schumpeter might be Right“, *Quarterly Journal of Economics*, (108), pp. 717 – 738.
29. King, R.G., Levine, R. [1993] „Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence“, *Journal of Monetary Economics*, (32), pp. 513 – 542.
30. Komazec, S., Ristić, Ž. [1999] *Menadžment monetarnih i javnih finansija*, EtnoStil, Beograd.
31. Kormendi, R.C., Meguire, P.G. [1985] „Macroeconomic determinants of growth: cross-country evidence“, *Journal of Monetary Economics*, 16, pp. 141 – 163.
32. Kremer, S., Bick, A., Nautz, D. [2009] „Inflation and Growth: New Evidence From a Dynamic Panel Threshold Analysis“, *SFB 649 Discussion Paper*, (036).
33. Levine, R., Renelt, D. [1992] „A sensitivity analysis of cross – country growth regressions“, *American Economic Review*, 83, pp. 426 – 430
34. Levine, R., Zervos, S. [1998] „Stock Markets, Banks and Economic Growth“, *American Economic Review*, 88, pp. 537 – 558.
35. Levine, R., Zevros, S. [1993] „What have we learned about policy and growth from cross – country regressions?, *American Economic Review*, 83, pp. 426 – 430.
36. Mishkin, S.F. [2006] *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, Datastatus, Beograd.
37. Olivera, J.H.G. [1970] „On Passive Money“, *Journal of Political Economy*, 78 (4), pp. 805 – 809.
38. Sarel, M. [1996] „Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth“, *IMF Staff Papers, International Monetary Fund*, (43), pp. 199 – 215.
39. Sidrauski, M. [1967b] „Inflation and Economic Growth“, *The Journal of Political Economy*, Vol. 75 (6), pp. 796
40. Sidrauski, M. [1967a] „Rational Choice and Patterns of Growth in a Monetary Economy“, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 57, pp. 534 – 544
41. Vučković, M. [1960] *Savremeni problemi monetarne teorije i politike*, Naučna knjiga, Beograd.
42. Živković, A., Kožetinac, G. [2009] *Monetarna ekonomija*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd.

Rad primljen: 18. 04. 2011.

UDK: 004.8:658.14/.17(047.32)

JEL: M 41

Stručni rad

PRIMENA EKSTENZIVIRANIH METODA IMPLICITNOG ZNANJA U POSTUPKU OBAVLJANJA REVIZIJE FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

APPLYING THE METHOD OF IMPLICIT KNOWLEDGE IN CONDUCTING FINANCIAL AUDITING

Prof. dr Hasan HANIĆ

Beogradska bankarska akademija, Beograd,

Prof. dr Ljubiša STANOJEVIĆ

Poslovni fakultet, Beograd

Dr Vladislav MIŠKOVIĆ

Fakultet za informatiku i računarstvo, Beograd

Rezime

Redukcija informacionog rizika finansijskih izveštaja jeste krucijalan zadatak revizorske struke. Određivanje sadržaja i predikcija validnosti revizijskih mišljenja jeste jedan od glavnih zadataka primene pronalaženja skrivenih znanja tj. implicitnog znanja (Data Mining). Rezultati istraživanja prezentirani u ovom radu zasnivaju se na analizi podataka slučajnog uzorka finansijskih izveštaja asociranih sa revizijskim mišljenjem i racio pokazatelji-

ma u Republici Srbiji. Predmet ovog istraživanja jeste pozicioniranje određivanja mogućnosti predikcije validnosti revizorskih mišljenja iskazanih u javno obelodanjenim finansijskim izveštajima gde je inherentan konflikt interesa između obveznika revizija i angažovanog revizorskog društva. Glavni cilj istraživanja jeste da identifikuje ratio pokazatelje i salda računa kao attribute u revizorskom postupku detekcije konzistentnosti nekvalifikovanog (pozitivnog) modaliteta revizorskih mišljenja. Osnovna hipoteza istraživanja jeste da primena metoda implicitnog znanja - Data Mininga značajno pomaže revizorima u optimizaciji postupka revizije. Primenjena metodologija uključuje analitičko-sintetičke procedure i metode Data Mininga, s posebnim fokusom na primenu stabla odlučivanja, produkcionih pravila i nosećih vektora. Dobijeni rezultati indiciraju značajnu prediktivnu moć primene implicitnog znanja Data Mininga kao substantivne analitičke procedure, koja znatno doprinosi poboljšanju efektivnosti i validnosti procesa obavljanja revizije.

Ključne reči: INFORMACIONI RIZIK, IMPLICITNO ZNANJE - DATA MINING, KONFLIKT INTERESA, STABLO ODLUČIVANJA, PRODUKCIONA PRAVILA, NOSEĆI VEKTORI, EFIKASNOST REVIZIJE.

Summary

The reduction of information risk of financial reports is the essential aim of financial auditing. The determination and prediction of validity of auditing reports is one of the main missions in applying the search for hidden knowledge (Data Mining). The research covers a random sample of financial reports associated with an auditor's report, and ratio indicators in the Republic of Serbia. The object of this research is to determine the possibility of prediction of the validity of an audit report in public financial reports bearing in mind the inherent conflict of interest between the audited company and the auditor. The vital goal of the research is to identify ratio indicators and financial balances as attributes in the auditor's procedure of detecting consistency of unqualified (positive) modality of auditor's opinions.

The main hypothesis of research is that the application of Data Mining significantly assists auditors in optimizing their audits. The applied methodology in course of the research includes analytical/synthetical procedures, and methods of Data Mining, with special focus on applying Decision Trees, Production Rules, and Support Vectors Machines. Research results indicate compelling opportunities of applying Data Mining as an additional analytic procedure in performing financial auditing. Consistent with the results we can conclude that the application of Data Mining contributes in the enhancement of effectiveness and validity of the auditing process.

Key words: INFORMATION RISK, IMPLICITE KNOWLEDGE, CONFLICT OF INTEREST, DATA MINING, DECISION TREE, PRODUCTION RULES, SUPPORT VECTOR MACHINES, AUDITING EFFECTIVENESS.

UVOD

Poslednjih decenija svetska praksa i teorija u domenu revizije finansijskih izveštaja dominantno asigniraju kontinuelnu tendenciju metodološke nadogradnje, koja je umnogome, ali ne i dovoljno poboljšala nivo utvrđivanja objektivnosti i istinitosti finansijskih izveštaja. Slučajevi Enron [1], WorldCom[2], Sunbeam Corporation[3], NIS Jugopetrol, Srbija, i dr. jasno indiciraju „ranjivost“ ne samo metodološkog aparata, već i načina njegove primene. „Bolest“ je dijagnosticirana, i to u tri međusobno prožimajuća korpusa: prvom, koji se očituje u nedovoljnom metodo-

loškom aparatu, drugom, koji je karakterističan za zemlje u tranziciji - neadekvatna primena Međunarodnih standarda revizije (MSR), i najzad u trećem, koji se čini odlučnog karaktera - sukob interesa između revizijskog društva (preduzeća) i naručilaca revizije u smislu bojazni od gubitka klijenta zbog negativno iskazanog mišljenja. Ovu opservaciju treba prihvatiti kao krajnje diverzifikovanu u smislu dijametralno suprotnih tendencija metodološke superiornosti pet velikih revizorskih firmi s jedne strane, i kritične insuficijencije, kako iskustva tako i metodološkog aparata u zemljama u tranziciji, kandidata za

Evropsku uniju, s druge strane. Jedna od tih zemalja je svakako i Srbija. Mali broj revizorskih firmi (oko 50), veliki broj zakonskih obveznika revizije (oko 4.000), neregulisana kontinualna obuka revizora i neunificiran način primene metodologije revizije, stvorili su signifikantan nivo rizika revizijskih izveštaja u Srbiji. Nesumnjivo da revizijski izveštaji, koji nisu metodološki utemeljeni i zasnovani na MSR, mogu da prouzrokuju štete, ne samo domaćim korisnicima izveštaja revizije, već i inostranim investitorima i kreditorima.

Istraživanje smo sproveli na slučajno odabranim finansijskim izveštajima (bilans stanja, bilans uspeha, bilans novčanih tokova, izveštaj o stanju kapitala i njihovim asociranim revizijskim mišljenjima na nivou privrednog društva), koji su javno dostupni, tj. obelodanjeni za 2008. godinu¹. Uzorak sadrži 97 privrednih društava sa asociranim finansijskim izveštajima i revizijskim nekvalifikovanim (pozitivnim) mišljenjima, koja su javno obelodanjena. Prema podacima Komore revizora Srbije, od svih

izveštaja o obavljenoj reviziji u Srbiji, nekvalifikovano mišljenje je u periodu do 2007. godine bilo zastupljeno u 95 % slučajeva. Stanje je promenjeno u 2008. godini, u kojoj je procenat pozitivnih mišljenja, uključujući mišljenja sa rezervom, smanjen na 92 %, dok je u 2 % slučajeva dato negativno mišljenje, a u 6 % slučajeva bilo je uzdržavanje od mišljenja. Ovakva proporcija negativnih mišljenja i uzdržavanja od mišljenja jeste svakako simptom za zemlje u tranziciji koje konflikt interesa rešavaju u korist profitne orijentacije, a to znači da revizorske firme i pored utvrđenih nedostataka retko odlučuju da daju negativno mišljenje kako ne bi izgubile klijente. Ova generalna konstatacija inicira pitanje da li su revizorski izveštaji sa nekvalifikovanim (pozitivnim) mišljenjem pouzdani? Ovo posebno iz razloga što bi ovi izveštaji trebalo da budu okosnica za investicione, kreditne i druge poslovne aktivnosti². Naravno, treba imati u vidu i značajne implikacije za berzansko poslovanje koje neistiniti i neobjektivni finansijski iz-

¹ Godina nakon koje je inicirano donošenje izmena Zakona o računovodstvu i reviziji.

² Konuzin upozorava ruske investitore: „Kupac u Srbiji ne zna šta kupuje, a prodavac šta prodaje. Agencija za privatizaciju – posrednik u kupoprodaji – ne snosi odgovornost za nepotpunu dokumentaciju koju dostavi srpska strana. Onda se vremenom pojave dugovi preuzetih srpskih firmi za koje kupac pre kupovine nije znao da postoje, niti su se ti dugovi

veštaji imaju. Stoga je razumljivo zašto strani i domaći investitori i banke pribegavaju superviziji obavljenih revizija u Srbiji (slučaj NIS Jugopetrol, na primer).

U postupku analize metodološke utemeljenosti versus neutemeljenosti nekvalifikovanih (pozitivnih) mišljenja odlučili smo se za primenu metoda pronalaženja skrivenih značenja u revizijskim izveštajima (Data Mining - DM), što proizilazi iz osnovnog postulata ove metode koja procesuirá predikciju, klasifikaciju, klasterizaciju atributa populacije, sa prethodno determinisanim pojmovima ili pretpostavkama ili arbitrarnim pretpostavkama o ulaznim varijablama, koji bi trebalo konstituisati rezultate od „interesa“.

U ovom istraživanju su primenjene tri metoda DM-a: metod stabla odlučivanja, metod produkcionih pravila i metod nosećih (support) vektora, u cilju utvrđivanja njihovih prediktivnih tačnosti u slučaju revizijskih izveštaja sa pozitivnim mišljenjem. Ulazni podaci su dimenzionirani na dva nivoa istraživanja: nivo racio brojeva izvedenih iz

finansijskih izveštaja s jedne strane, i nivo svih salda računa finansijskih izveštaja, s druge strane.

Bazirajući se na inicijalnim informacijama o kvalitetu izveštaja revizije u Srbiji izvršena je analiza ulaznih varijabli (racio brojeva i salda finansiskih izveštaja) u svrhu detekcije atributa koji određuju revizorsko mišljenje, što bi ujedno bila naša uslovna hipoteza, respektujući temeljni princip primene DM da nema prethodno definisanih pretpostavki o ulaznim varijablama, kako sledi:

Hipoteza: Izveštaji revizije nemaju metodološko utemeljenje u MSR.

Da li je ova „uslovna hipoteza“ materijalno značajna u svojim implikacijama, jeste takođe predmet razmatranja u ovom radu.

2. PRETHODNA ISTRAŽIVANJA

Tematski sužen domen naših istraživanja na primenu metoda DM

mogli videti iz raspoložive dokumentacije prilikom preuzimanja firme.“ „Ni posle više od godinu dana od kupovine 51 odsto vlasništva NIS-a (dato pozitivno mišljenje revizorske firme, prim. autora), ruski *Gaspromneft* danas u svom vlasništvu ima tek dva do četiri odsto imovine.“ (*Politika*, 11. mart 2010).

u domenu predikcije nekvalifikovanih mišljenja revizora je u različitim metodološkim varijacijama bio predmet brojnih istraživačkih projekata, koje možemo sublimirati na: detektovanje nedostataka standardnih revizijskih procedura u postupku detektovanja istinitosti i objektivnosti finansijskih izveštaja [4]; istraživanje kompanija sa ubrzanim rastom, koje izbegavaju proceduru vrednovanja [5]; nalaz da je većina menadžerskih prevara osmišljeno od strane vrha preduzeća [6]; merenje uticaja nezavisnog revizorskog Komiteta na sprečavanje prevara [7]; utvrđivanje relacija između tvrdnji insajdera i počinjenih prevara [8]; komparacija krivotvorenih i nekrivotvorenih izveštaja [9], itsl.

Pored različitih varijacija predmeta istraživanja, u analizama su primenjivane različite DM metode: logistički regresioni model [8]; probit analiza [9]; neuralne mreže [10]; kaskadni logički model [11]; logistička regresija i UTADIS (neparametarska regresija) [12]; ekspertni sistem [13] (19977), istraživanje kompanija sa rapidnim rastom, koje izbegavaju pravilno vrednovanje, probabilističke neuralne mreže [14], itd.

Analizirana istraživanja variraju i po broju i vrsti uključenih ulaznih

varijabli, i to reda veličine od tri pa do više stotina varijabli; recimo: 150 ulaznih varijabli (75 krivotvorenih i 75 nekrivotvorenih finansijskih izveštaja) [15]; pet racija i tri salda računa kao ulazne varijable [16]; ulazne varijable u formi finansijskih racija (kvantitativne) i kvalitativnih varijabli [17].

Pored kvantitativnih opredeljenja broja racija i drugih pokazatelja, istraživanja su usredsređena na različite modalitete racio brojeva i osobenosti knjigovodstvenih procesa, i to: višak strukture obaveza, logaritamska kalkulacija obaveza, obaveze u odnosu na imovinu, ukupne obaveze u odnosu na ukupnu imovinu [19]; analize koje se zasnivaju na knjigovodstvenim procesima, kao što su knjiženje prodaje pre realizacije, knjiženje zaliha po nižim cenama, knjiženje prekomernih zaliha, analiza potraživanja/prodaje, relacija potraživanja prethodnog perioda sa trenutnim potraživanjima (procenat) [20]; analiza relacija Zalihe/Prodaja, Zalihe/Ukupna imovina [18]; analiza Prodaja/ Knjižena prodaja, Troškovi prodaje/ Knjižena prodaja, Frekvencija nabavke/ Knjižena prodaja, [19], itsl.

U nastavku opisujemo strukturu metodologije naših istraživanja.

3. METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA

Podaci

U okviru našeg istraživanja uzeto je na slučaj 117 privrednih društava u Srbiji, javno obelodanjenih, koja su obveznici revizije za period 2008. godine, i kod kojih su identifikovana samo nekvalifikovana (pozitivna) revizorska mišljenja, neposredno pre donošenja izmena Zakona o računovodstvu i reviziji Srbije. Sa aspekta primene DM ovaj skup treba da zadovolji bazičan kriterijum: da nije oskudan, referirajući se na definiciju da je obučavajući skup oskudan ako induktivno naučeno znanje ne omogućava dovoljno uspešno razlikovanje novih primera.

U radu su analizirani podaci o 117 firmi, za koje su donesena pozitivna mišljenja (86), negativna (11) ili mišljenja s rezervom (16), dok su se za četiri firme nezavisni revizori uzdržali od davanja mišljenja.

Metodima mašinskog učenja razmotreno je osnovno pitanje: Da li su revizorska mišljenja u skladu sa nekom konzistentnom metodologijom i od kojih faktora zavise?

Varijable

Izvršili smo selekciju varijabli koje se odnose na salda finansijskih izveštaja, i ratio brojeve, respektiv-

no asociranim sa revizorskim društvom (firmom) i revizorskim mišljenjem, i to nekvalifikovanim (pozitivnim mišljenjem). Istraživanja, koja su obavljena, kada su u pitanju salda računa bilansa stanja, bilansa uspeha i bilansa novčanih tokova su definisana kontnim planom, dok smo kod ratio brojeva izvršili izračunavanje uobičajenih ratio brojeva koje u nastavku navodimo.

Ratio brojevi

- 1. Pokazatelji opšte likvidnosti*
- 2. Pokazatelji reducirane likvidnosti*
- 3. Neto obrtna sredstva*
- 4. Rigorozna dnevna likvidnost*
- 5. Koeficijent obrta kupaca*
- 6. Prosečan period naplate потраživanja*
- 7. Koeficijent obrta dobavljača*
- 8. Prosečan period plaćanja duga*
- 9. Koeficijent obrta zaliha*
- 10. Prosečan period trajanja залиha*
- 11. Koeficijent obrta stalnih sredstava*
- 12. Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava*
- 13. Odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja*
- 14. Odnos dugoročnih obaveza i sopstvenih sredstava*
- 15. Koeficijent pokrića kamata*

16. ROA

17. Stopa neto dobitit

18. ROE

Uz ove, dodali smo i sledeće po-
datake:

19. Revizorska firma

20. Naziv firme

21. Mišljenje revizora (nekvalifi-
kovano).

4. UPOTREBLJENI METODI

Tehnike rada u postupku obavljanja revizije do iskazivanja mišljenja, analizirani su metodima mašinskog učenja na osnovu primera, odnosno metodima za izvlačenje (skrivenog) znanja iz finansijskih izveštaja. Osnovni metodi su tzv. metodi učenja razumljivog (*comprehensible*) znanja, kao što je učenje stabala odlučivanja i produkcioni pravila, kojima se dobija znanje koje čovek može verifikovati, odnosno direktno koristiti i bez upotrebe računara. Kao pomoćni (kontrolni) metod korišćen je metod učenja nosećih vektora (*support vector machines, SVM*) zbog njegovih superiornih generalizacionih performansi [20].

Induktivno učenje se može posmatrati kao proces estimacije nepoznate funkcije f na osnovu konačnog skupa poznatih vrednosti ili primera,

tzv. obučavajućeg skupa (*training set*). Primeri iz obučavajućeg skupa obično su opisani pomoću atributnog modela, koji se sastoji od numeričkih, nenumeričkih i strukturnih atributa [21].

Namena indukovane funkcije (modela) je predviđanje nepoznatih vrednosti funkcije na osnovu poznatih vrednosti svojstava nekog primera. Tačnost predviđanja se određuje relativnim odnosom uspešnih predviđanja. Preterano prilagođavanje indukovane funkcije, samo prema poznatim primerima (*overfitting*), može biti uzrok niske tačnosti predviđanja, a sličan efekat ima i preterano gruba aproksimacija (*underfitting*). Estimacija tačnosti predviđanja se vrši eksperimentalno, probnim predviđanjem na testnim, ranije nerazmatranim primerima, najčešće metodom unakrsne validacije (*crossvalidation*) [20], [22].

4.1 Metod učenja stabala odlučivanja (Decision Trees - DT)

Učenje stabala odlučivanja je proces kreiranja diskriminacione funkcije u obliku stabla odlučivanja [20],[23]. Stablo se kreira rekurzivno, od vrha (korena) prema listovima, tako da svaki čvor stabla predstavlja logički test vrednosti nekog

atributa iz opisa problema, a listovi predstavljaju klasu u koju se primer klasifikuje. Prilikom kreiranja, izbor atributa za svaki čvor vrši se heurističkim metodima, na osnovu ocene kvaliteta diskriminacije (pod)skupa primera iz obučavajućeg skupa, preostalih za diskriminaciju u posmatranom čvoru.

Iako stablo može perfektno da klasifikuje sve primere iz obučavajućeg skupa, to ne predstavlja garanciju visoke tačnosti na novim primerima, jer su često preterano podešena (*overfits*) prema obučavajućim primerima. Zbog toga se u praksi vrši njihovo pojednostavljivanje (*simplification, pruning*), čime se dobijaju manja stabla, koja su istovremeno i tačnija i razumljivija.

Poznati primeri algoritama učenja stabala odlučivanja su CART [24] i C4.5 [25], koji su raspoloživi u okviru sistema WEKA.

4.2 Metod učenja produkcionih pravila (Rule Learning - RL)

Produkciona pravila su logički izrazi oblika implikacije, kojima se na osnovu poznatih vrednosti atributa vrši klasifikacija primera u jednu od predviđenih klasa [20],[23]. Skup pravila se najčešće kreira metodom sukcesivnih revizija (version spaces) ili razbijanjem obučava-

jućeg skupa na podskupove (*separate and conquer*) i njihovim opisivanjem pomoću logičkih izraza, koji mogu biti propozicioni (bez kvantifikatora) ili predikatni (prvog reda ili, izuzetno, viših redova).

Kao i kod stabala odlučivanja, naučeni skup pravila ne mora perfektno da opisuje obučavajuće primere. Kontrolisanim pojednostavljivanjem skupa pravila poboljšava se tačnost predviđanja i dobija manji i jednostavniji, a time i razumljiviji skup pravila. Načelno, naučena pravila se mogu koristiti proizvoljnim redom, pa su moguće višestruke, međusobno kontradiktorne klasifikacije. Posebnu varijantu čine liste odlučivanja (*decision lists*), gde se pravila koriste sekvencijalno.

Poznati primeri algoritama učenja propozicionih pravila su C4.5Rules [25] i RIPPER [20], koji su raspoloživi u okviru sistema WEKA.

4.3 Metod učenja nosećih vektora (Support Vector Machines - SVM)

Metod nosećih vektora vrši estimaciju nepoznate funkcije u (Hilbertovom) prostoru definisanom nad skupom atributa, koji se koriste za opis obučavajućih primera konkretnog problema učenja [1]. Metod optimalno konstruiše traženu funkciju

kao hiperravan, koja razdvaja obučavajuće primere sa maksimalnom marginom. Ako se primeri ne mogu linearno razdvojiti u originalnom prostoru, posebnom funkcijom transformacije vrši se njihovo preslikavanje u hiperprostor s većim brojem (potencijalno beskonačno) dimenzija, u kome se primeri mogu linearno razdvojiti. Konstruisana diskriminaciona hiperravan zatim se ponovo preslikava u originalni prostor kao nelinearna hiperpovršina.

Dobro svojstvo algoritama učenja metodom nosećih vektora je mogućnost učenja na osnovu velikog (teoretski neograničenog) broja atributa. Standardni algoritam nosećih vektora izdvaja karakteristične primere, ali u naučenom modelu koristi sve *raspoložive atribute*. Pojedine verzije algoritma koriste izmenjene kriterijume ocene preciznosti aproksimacije, tako da podešavanjem parametara postižu anuliranje uticaja dela atributa, odnosno vrše automatsku selekciju atributa, što je pogodno za probleme sa veoma velikim brojem atributa, u prisustvu šuma ili velikog broja irelevantnih atributa.

U sistemu WEKA na raspolaganju su algoritmi učenja nosećih vektora SMO [26] i LIBSVM [27], koji je raspoloživ i u sistemu R [28].

4.4 Estimacija tačnosti učenja metodom unakrsne validacije (Crossvalidation)

Metod unakrsne validacije ili rotaciona estimacija [20], [22] slučajno deli skup primera D na k međusobno disjunktних podskupova primera $D_1, D_2, \dots, D_k$ približno iste veličine. Postupak učenja i ocenjivanja se ponavlja k puta, svaki put koristeći po jedan podskup D_i kao testni skup. Ukupna tačnost se računa kao odnos broja ispravnih klasifikacija i ukupnog broja primera u skupu D . Ovakva estimacija tačnosti predviđanja je slučajni broj, koji zavisi od podele primera na podskupove. Kompletne unakrsne validacije je srednja vrednost svih $\binom{m}{m/k}$ mogućnosti izbora m/k primera od ukupno m primera.

Za stabilne algoritme induktivnog učenja, estimacija tačnosti predviđanja unakrsnom validacijom je nepristrasna i iznosi $acc_{cv}(1 - acc_{cv})/n$, gde je n ukupan broj primera u skupu D , dok su varijanse pojedinih ocena istovetne, odnosno ne zavise od k (na zadatom skupu primera, stabilan algoritam indukuje skupove pravila koji daju ista predviđanja za različite perturbacije obučavajućeg skupa).

5. SELEKCIJA ATRIBUTA

Formiranje adekvatnog modela vrši se na osnovu predznanja o pro-

blemu i često se svodi na izbor odgovarajućeg skupa atributa. Postojanje irelevantnih i redundantnih atributa u modelu problema negativno utiče na performanse većine metoda induktivnog učenja, pa se takvi atributi često eliminišu iz razmatranja postupkom prethodne ili ugrađene selekcije atributa (*feature selection*) [20], [23].

Optimalan skup atributa sadrži sve relevantne attribute, dok se redundantni i irelevantni atributi obično izuzimaju iz razmatranja, iako slabo relevantni redundantni atributi potencijalno sadrže informacije koje mogu da utiču na poboljšanje klasifikacionih performansi u praksi [20].

Metodi selekcije pogodnog podskupa atributa dele se u tri osnovne grupe, prema međusobnom odnosu selekcije atributa i algoritma učenja: metodi filtriranja (*filter methods*), metodi prethodnog ili probnog učenja (*wrapper methods*) i ugrađeni metodi (*embedded methods*).

Metodi učenja stabala i pravila vrše automatsku selekciju atributa pomoću ugrađenih metoda, koji se zasnivaju na određenim statističkim pretpostavkama koje često nisu zadovoljene. Zbog toga se u mnogim praktičnim situacijama re-

zultati učenja mogu popraviti upotrebom metoda prethodne selekcije atributa.

U ovom radu su neki metodi prethodne selekcije atributa ugrađeni u sistem WEKA [23] i R [28] korišćeni su za validaciju modela kroz dodatnu proveru značajnosti (*importance*) atributa iz modela problema.

6. EKSPERIMENTALNI REZULTATI

Učenje je realizovano na osnovu dva modela problema: (A) model osnovnih pokazatelja poslovanja i (B) model racio indeksa.

(A) Model osnovnih pokazatelja poslovanja opisuje primer finansijskog izveštaja pomoću 98 atributa. Obučavajući skup na osnovu ovog modela sadrži primere revizorskih mišljenja za 117 firmi. Revizorska mišljenja su razvrstana u četiri klase: pozitivna, negativna, mišljenja s rezervom i uzdržavajuća mišljenja.

(B) Model racio indeksa opisuje finansijske izveštaje pomoću 20 atributa. Obučavajući skup je izveden iz istih primera izveštaja kao i prethodni, sadrži primere revizorskih mišljenja za 117 firmi. Revizorska mišljenja su takođe razvrstana u četiri klase.

Analiza oba modela je sprovedena kroz tri eksperimenta:

E4. analiza *svih* revizorskih mišljenja (117), razvrstanih u 4 klase (pozitivna, negativna, mišljenja s rezervom i uzdržavajuća);

E3. analiza *donesenih* revizorskih mišljenja (113), razvrstanih u tri klase (uzdržavajuća mišljenja su izostavljena);

E2. analiza samo *eksplicitnih*, pozitivnih ili negativnih mišljenja (97), gde su primeri mišljenja s rezervom i uzdržavajućih mišljenja izostavljene iz razmatranja.

luke (mišljenja) revizora kada se koriste osnovni pokazatelji poslovanja je 73,5% (E4). Ako se ne predviđa mogućnost uzdržavanja od davanja mišljenja, tačnost je 76,1% (E3), a ako se podrazumeva donošenje samo pozitivnog ili negativnog mišljenja, 87,6% (E2).

Algoritmi učenja pravila iz sistema WEKA su dali logičke zakonitosti prikazane na Sl. 2. i 3. Algoritam C4.5 Rules je generisao različit broj nesavršenih pravila u svakom eksperimentu. Pravila, uz pozitivne, opisuju i određeni broj kontraprime-

Sl. 1. Indukovana stabla odlučivanja za model osnovnih pokazatelja poslovanja

C4.5		
E4 - 70,9%	:	pozitivno (117.0/31.0)
E3 - 76,1%	:	pozitivno (113.0/27.0)
E2 - 87,6%	:	pozitivno (97.0/11.0)

(A) Rezultati modela osnovnih pokazatelja poslovanja

Induktivnim učenjem stabala i pravila prema prvom modelu, dobijeno je trivijalno stablo odlučivanja od samo jednog lista, Sl. 1. Algoritam učenja stabala odlučivanja C4.5 nije uspeo da nađe logičku zakonitost koja bi dala veću tačnost predviđanja od trivijalne klasifikacije primera u većinsku klasu pozitivnih mišljenja. Tačnost predviđanja od-

ra iz obučavajućeg skupa. Ocenjena tačnost ovakvih skupova pravila je mala, manja i od tačnosti klasifikacije u većinsku klasu u svakom od eksperimenata, Sl. 2.

Algoritam Ripper je takođe generisao različit broj nesavršenih pravila u svakom eksperimentu. Ocena tačnosti ovakvih skupova pravila, Sl. 3, takođe je u svakom od eksperimenata manja od tačnosti klasifikacije u većinsku klasu.

Sl. 2. Indukovani skupovi pravila za model osnovnih pokazatelja poslovanja (C4.5 Rules)

C4.5Rules

E4 - 74,4% (73,5%)

```
Revizorska firma = Confida_finodit AND
AB.OBRTNA IMOVINA > 13632: pozitivno (21.17/0.2)
Revizorska firma = DIJ AUDIT AND
PA.I.OSNOVNI I OSTALI KAPITAL <= 1983512 AND
AA. STALNA IMOVINA > 17504: pozitivno (22.26/0.22)
Revizorska firma = SBV JANKOVIĆ: pozitivno (8.04/0.06)
Revizorska firma = EUROAUDIT AND
Pret PB.III.4.Obaveze po osnovu poreza na dodatu vre.. <= 3044: negativno (4.89/0.36)
Revizorska firma = MGI AUDIT AND
Pret PB.III.5.Ostale kratkoročne obaveze i pasivna vremenska razgranič.. <= 25874 AND
PB.III.3.Obaveze iz poslovanja > 66617 AND
Pret AA.V.DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI > 87: mišljenje sa rezervom (11.33/2.06)
Revizorska firma = MGI AUDIT AND
Pret PB.III.1.Kratkoročne finansijske obaveze > 15380: pozitivno (12.53)
Revizorska firma = MGI AUDIT AND
AA.V.2.Ostali dugoročni finansijski plasmani > 1761: pozitivno (4.45/1.55)
Revizorska firma = EUROAUDIT: pozitivno (4.02/0.5)
Revizorska firma = MGI_AUDIT: uzdržavajuće (3.88/1.43)
Revizorska firma = DIJ_AUDIT AND
AB.I.ZALIHE > 864: mišljenje sa rezervom (2.69/0.65)
: pozitivno (21.75/10.15)
```

E3 - 75,2% (76,1%)

```
Revizorska firma = Confida_finodit AND
AB.OBRTNA IMOVINA > 13632: pozitivno (21.3/0.21)
Revizorska firma = DIJ_AUDIT AND
AA. STALNA IMOVINA > 17504: pozitivno (23.32/1.22)
Revizorska firma = SBV_JANKOVIC: pozitivno (8.11/0.07)
Revizorska firma = EUROAUDIT AND
Pret PB.III.4.Obaveze po osnovu poreza na dodatu vre.. <= 3044: negativno (4.33/0.33)
Revizorska firma = EUROAUDIT: pozitivno (3.5/0.03)
Revizorska firma = MGI AUDIT AND
PB.III.5.Ostale kratkoročne obaveze i pasivna vremenska razgraničenja > 23729 AND
Pret AA.III.NEMATERIJALNA ULAGANJA > 669: pozitivno (2.83)
Revizorska firma = MGI AUDIT AND
PB.III.5.Ostale kratkoročne obaveze i pasivna vremenska razgraničenja <= 28490 AND
PB.III.3.Obaveze iz poslovanja > 66617 AND
Pret AA.V.DUGOROČNI FINANSIJSKI PLASMANI > 87: mišljenje sa rezervom (11.37/2.1)
Revizorska firma = MGI AUDIT AND
PB.III.5.Ostale kratkoročne obaveze i pasivna vremenska razgraničenja <= 28490:
pozitivno (13.13/0.09)
: pozitivno (25.12/12.12)
```

E2 - 86,6% (88,7%)

```
Revizorska firma = DIJ_AUDIT: pozitivno (23.66/1.0)
Revizorska firma = Confida_finodit AND
AB. OBRTNA IMOVINA > 13632: pozitivno (21.66)
Revizorska firma = MGI AUDIT: pozitivno (19.97/2.0)
Revizorska firma = SBV JANKOVIĆ: pozitivno (8.22)
Pret A.B.III.4.Gotovinski ekvivalenti i gotovina > 2317: pozitivno (11.83/1.01)
: negativno (11.66/4.67)
```

Nijedan od metoda nije našao dovoljno tačnu zakonitost u okviru ovog modela, što može da znači (1) da se mišljenja revizora

ne daju u skladu sa podacima prikazanim u modelu ili (2) da ovaj model nije adekvatan za razmatrani problem.

Sl. 3. Indukovani skupovi pravila za model osnovnih pokazatelja poslovanja (Ripper)

Ripper

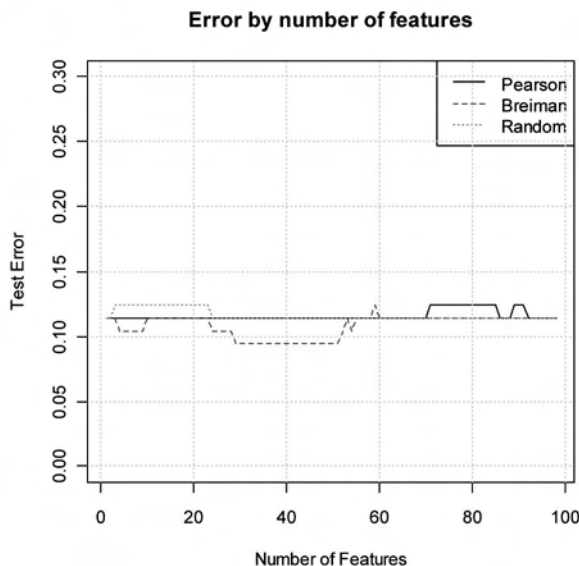
E4 - 65,8% (73,5%)
 (Revizorska firma = EUROAUDIT) => Mišljenje nezavisnog revizora=**negativno** (7.0/3.0)
 => Mišljenje nezavisnog revizora=**pozitivno** (110.0/27.0)

E3 - 66,4% (76,1%)
 (Pret_PB.III.5.Ostale kratkoročne obaveze i pasivna vremenska razgraničenja >= 25740)
 and (A.B.III.KRATKOROČNA POTRAZIVANJA. PLASMANI I GOTOVINA <= 370476) and
 (AA.III.NEMATERIJALNA ULAGANJA >= 0) => Mišljenje nezavisnog revizora=**negativno**
 (6.0/0.0)
 (AB.OBRtnA IMOVINA <= 20805) and (AA.IV.1.Nekretnine. postrojenja i oprema >= 45114)
 => Mišljenje nezavisnog revizora=**negativno** (4.0/0.0)
 => Mišljenje nezavisnog revizora=**pozitivno** (103.0/17.0)

E2 - 84,5% (88,7%)
 (AG.GUBITAK IZNAD VISINE KAPITALA >= 34024) => Mišljenje nezavisnog
 revizora=**negativno** (6.0/2.0)
 => Mišljenje nezavisnog revizora=**pozitivno** (91.0/7.0)

Analiza varijanti ovog modela | upotrebu atributa *Revizorska firma*),
 može da rasvetli adekvatnost pojedinih atributa (npr. preovlađujuću | odnosno eventualno da selektuje
 uspešniji (pod)model problema.

Sl. 4. Osnovni pokazatelji poslovanja, eksperiment E2 – estimacija krosvalidacione greške za podskupove najbolje rangiranih atributa i metod učenja SVM



Sl. 5. Osnovni pokazatelji poslovanja - ocena pojedinih atributa u sistemu WEKA
(nabolje rangirani)

Relieff		
average merit	average rank	attribute
0.23 +- 0.022	1 +- 0	15
A.B.IISTALNA_SREDSTVA_NAMENJENA_PRODAJI_I_SREDSTVA_POSLOVANJA_KOJE_SE_OBUSTAVLJA		
0.182 +- 0.017	2.4 +- 0.49	56 Pret_AA.IV.2.Investicione nekretnine
0.165 +- 0.019	3.8 +- 1.25	70 Pret_A.B.IV.ODLOŽENA_PORESKA_SREDSTVA
0.169 +- 0.016	3.8 +- 1.25	18 A.B.III.2.Potraživanja za više plaćen porez na dobitak
0.149 +- 0.016	5 +- 1.61	49 PG.VANBILANSNA_PASIVA
0.14 +- 0.012	5.8 +- 1.08	32 PA.V.NERASPOREĐENA DOBIT
0.122 +- 0.018	7.8 +- 1.78	22 A.B.IV.ODLOŽENA_PORESKA_SREDSTVA
0.113 +- 0.012	8.9 +- 1.04	97 Pret_PG.VANBILANSNA_PASIVA
0.114 +- 0.019	9.3 +- 2.69	80 Pret_PA.V.NERASPOREĐENA DOBIT
0.105 +- 0.014	10.6 +- 2.58	87 Pret_PB.II.2.Ostale dugoročne obaveze
0.098 +- 0.016	12.2 +- 3.09	31 PA.IV.REVALORIZACIONE REZERVE
0.095 +- 0.021	13.3 +- 3.85	26 ADJ.VANBILANSNA AKTIVA
0.096 +- 0.018	13.5 +- 5.45	38 PB.II.1.Dugoročni krediti
0.093 +- 0.015	13.6 +- 3.1	79 Pret_PA.IV.REVALORIZACIONE REZERVE
0.069 +- 0.01	21.8 +- 5.74	94 Pret_PB.III.6.Obaveze po osnovu poreza na dobitak
0.074 +- 0.011	22.1 +- 6.16	11 AA.V.1.Učešća u kapitalu
0.069 +- 0.012	23.3 +- 9.42	20 A.B.III.4.Gotovinski ekvivalenti i gotovina
0.069 +- 0.013	23.4 +- 7.85	98 Revizorska firma
0.071 +- 0.019	24.4 +- 8.64	46 PB.III.6.Obaveze po osnovu poreza na dobitak
Symmetrical Uncertainty Attribute Eval (SU)		
average merit	average rank	attribute
0.304 +- 0.003	1 +- 0	1 Naziv_firme
0.163 +- 0.009	2 +- 0	98 Revizorska_firma
0 +- 0	5.9 +- 2.12	34 PA.VII.OTKUPLJENE SOPSTVENE AKCIJE
0.002 +- 0.001	6.9 +- 7.46	9 AA.IV.3.Bioloska sredstva
0 +- 0	7.7 +- 1.79	35 PB.DUGOROČNA REZERVISANJA I OBAVEZE
0 +- 0	8.1 +- 1.14	36 PB.I.DUGOROČNA REZERVISANJA
0.001 +- 0.003	9 +- 1.79	29 PA.II.NEUPLAĆENI UPISANI KAPITAL
0 +- 0	9.5 +- 7.03	37 PB.II.DUGOROČNE OBAVEZE
0 +- 0	10.6 +- 1.5	27 PA.KAPITAL
0.002 +- 0.001	10.6 +-21.5	57 Pret_AA.IV.3.Bioloska sredstva
0 +- 0	11.1 +- 2.12	32 PA.V.NERASPOREĐENA DOBIT
0 +- 0	11.1 +- 1.14	28 PA.I.OSNOVNI I OSTALI KAPITAL

Na Sl. 4 je, samo za eksperiment E2, prikazana estimacija klasifikaci-
one greške u sistemu R [28] meto-
dom učenja nosećih vektora (SVM)
[20] za podskupove najbolje rangi-
ranih atributa po tri kriterijuma: (1)
korelacije vrednosti s klasifikacijom
(Pearson), (2) estimacije značajnosti
metodom *Random Forest* [29] (Bre-
iman) i (3) slučajnim izborom. Pre-
ma ovim estimacijama, za najveću
tačnost, odnosno najmanju klasifi-
kacionu grešku, potrebno je upotre-
biti složenu funkciju klasifikacije,
koja obuhvata veliki broj atributa,

barem 30. Ovakva funkcija nema
dovoljno razumljivo objašnjenje, ali
daje veću tačnost predviđanja nego
razumljiva pravila generisana meto-
dima učenja stabala i pravila (iako
samo nešto više od 90 %).

(A.1) Validacija modela

Na Sl. 5 prikazane su prosečne
ocene atributa u sistemu WEKA do-
bijene pomoću tri različita metoda
prethodne selekcije: Relieff,
Symmetrical Uncertainty Attribute
Eval (SU) i Fast Correlation Based
Fulter (FCBF) [23].

Sl. 6. Osnovni pokazatelji poslovanja - optimalni podskup korelisanih atributa u sistemu WEKA

FCBF (optimalni podskup)		
average merit	average rank	attribute
0.304 +- 0.003	1 +- 0	1 Naziv_firme
FCBF (optimalni podskup nakon uklanjanja atributa Naziv_firme)		
average merit	average rank	attribute
0.013 +- 0.04	0.2 +- 0.6	67 Pret_A.B.III.4.Gotovinski_ekvivalenti_i_gotovina
0.013 +- 0.039	0.2 +- 0.6	92
Pret_PB.III.5.Ostale_kratkoročne_obaveze_i_pasivna_vremenska_razgraničenja		
0.163 +- 0.009	1 +- 0	97 Revizorska firma

Na Sl. 6 prikazani su rezultati selekcije najboljeg podskupa atributa po metodu *Fast Correlation Based Fileter* [23]. Vidi se da je metod pronašao najveću korelaciju mišljenja revizora s atributom *Naziv_firme*, koji je uveden samo radi kontrole. Njegov izbor odslikava odsustvo značajnije korelacije mišljenja revizora sa osnovnim pokazateljima poslovanja.

Nakon uklanjanja ovog kontrolnog atributa, detektovana je izvesna korelacija mišljenja revizora sa gru-

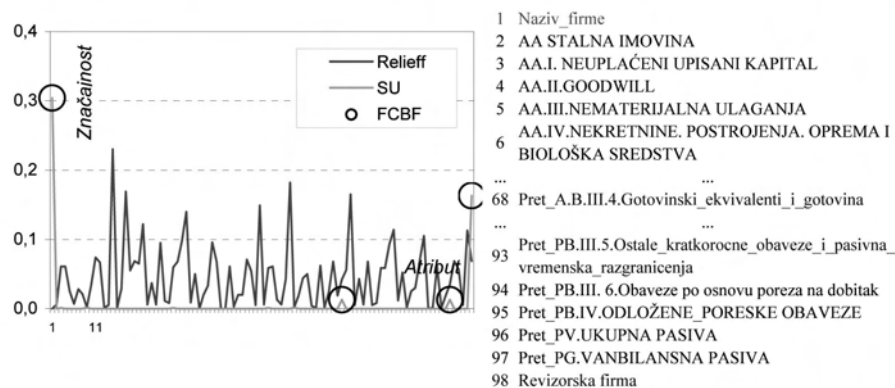
pom od tri atributa: najvažniji atribut je *Revizorska firma*, uz dva manje važna, ali indirektno relevantna pokazatelja poslovanja iz prethodne godine:

Pret_PB.III.5.Ostale_kratkorodne_obaveze_i_pasivna_vremenska_razgranicenja i

Pret_A.B.III.4.Gotovinski_ekvivalenti_i_gotovina.

Na Sl. 7 - dat je prikaz ocena značaja svih atributa iz modela A od strane razmotrenih metoda.

Sl. 7. Ocena značaja atributa modela A - eksperiment E2 (tri metoda iz sistema WEKA)



(B) Rezultati učenja po modelu ratio indeksa

Na osnovu obučavajućeg skupa prema drugom modelu dobijena su jednostavna stabla odlučivanja kao na Sl. 8. Algoritam učenja stabala odlučivanja C4.5 je u svakom eks-

perimentu uspeo da nađe logičku zakonitost koja daje veću tačnost predviđanja od trivijalne klasifikacije primera u većinsku klasu pozitivnih mišljenja. Ni jedno stablo odlučivanja ne koristi atribut Revizorska firma.

Sl. 8. Indukovana stabla odlučivanja za model ratio indeksa

C45	
E4 - 74,4% (73,5%)	
Prosečan period plaćanja duga <= 483.94255:	pozitivno (102.0/19.0)
Prosečan period plaćanja duga > 483.94255:	negativno (15.0/6.0)
E3 - 77,0% (76,1%)	
Prosečan period plaćanja duga <= 483.94255:	pozitivno (99.0/16.0)
Prosečan period plaćanja duga > 483.94255:	negativno (14.0/5.0)
E2 - 90,7% (88,7%)	
Prosečan period plaćanja duga <= 483.94255:	pozitivno (85.0/2.0)
Prosečan period plaćanja duga > 483.94255:	
Koeficijent obrta stalnih sredstava <= 0.729463:	negativno (10.0/1.0)
Koeficijent obrta stalnih sredstava > 0.729463:	pozitivno (2.0)

Sl. 9. Indukovani skupovi pravila za model ratio indeksa (C45Rules)

C45Rules	
E4 - 72,6% (73,5%)	
Prosečan period plaćanja duga <= 483.94255 AND	
Revizorska firma = DIJ AUDIT:	pozitivno (17.54/1.25)
Prosečan period plaćanja duga <= 483.94255 AND	
Revizorska firma = Confida finodit:	pozitivno (14.03/0.2)
Prosečan period plaćanja duga <= 395.709001 AND	
Revizorska firma = MGI AUDIT AND	
Stopa neto dobitka > 0.068165:	pozitivno (6.61/2.0)
: pozitivno (39.81/16.54)	
E3 - 77,0% (76,1%)	
Prosečan period plaćanja duga <= 483.94255:	pozitivno (99.0/16.0)
Revizorska firma = EUROAUDIT:	negativno (4.31/0.31)
Koeficijent obrta kupaca > 0.50244 AND	
Koeficijent obrta stalnih sredstava <= 0.60601:	negativno (5.0)
Rigorozna (dnevna likvidnost) > 0.000027:	pozitivno (2.69)
: mišljenje sa rezervom (2.0)	
E2 - 90,7% (88,7%)	
Prosečan period plaćanja duga <= 483.94255:	pozitivno (85.0/2.0)
Koeficijent obrta stalnih sredstava <= 0.729463:	negativno (10.0/1.0)
: pozitivno (2.0)	

Sl. 10. Indukovani skupovi pravila za model ratio indeksa (Ripper)

Ripper

```

E4 - 76,9% (73,5%)
(Prosečan period plaćanja duga >= 486.885295) =>
Mišljenje nezavisnog revizora=negativno (15.0/6.0)
=> Mišljenje nezavisnog revizora=pozitivno (102.0/19.0)
E3 - 77,9% (76.1%)
(Prosečan period plaćanja duga >= 486.885295) and
(Koeficijent obrta stalnih sredstava <= 0.701584) =>
Mišljenje nezavisnog revizora=negativno (11.0/2.0)
=> Mišljenje nezavisnog revizora=pozitivno (102.0/17.0)
E2 - 93,8% (88,7%)
(Prosečan period plaćanja duga >= 486.885295) =>
Mišljenje nezavisnog revizora=negativno (12.0/3.0)
=> Mišljenje nezavisnog revizora=pozitivno (85.0/2.0)

```

Metod učenja pravila C4.5 Rules iz sistema WEKA takođe je našao logičke zakonitosti, ali u eksperimentu E4 (svi primeri) nije pronašao skup pravila dovoljne tačnosti, čak ni nakon dodatnog poboljšavanja (*reduced Error Pruning* [WEKA]).

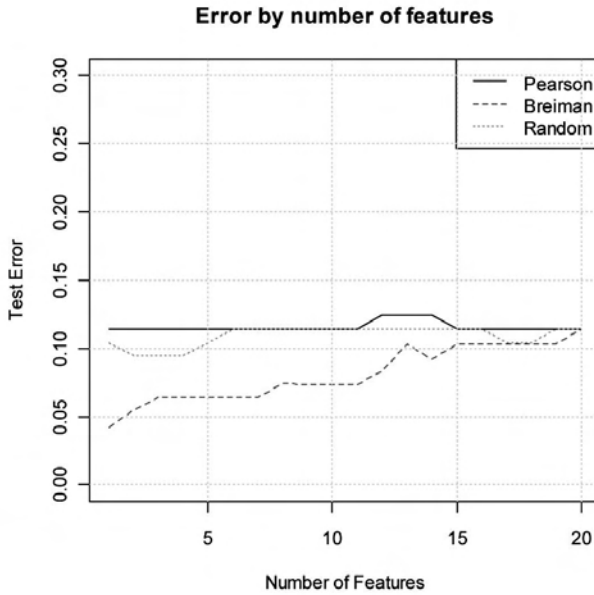
U eksperimentima E3 i E2 (isključena uzdržavajuća mišljenja), kreirani su tačniji skupovi pravila, Sl. 9. U eksperimentu E2 je dobijen identičan rezultat kao i metodom C4.5. U eksperimentima E4 i E3 atribut *Revizorska firma* je relevantan, dok u eksperimentu E2 (razlikovanje samo strogo pozitivnih i strogo negativnih mišljenja) nije relevantan.

Metod Ripper je kreirao *tačnije* i *kraće* skupove pravila od metoda C4.5. Rules u sva tri eksperimenta. Pri tome, kao ni metod C4.5, ovaj metod uopšte *ne koristi* atribut *Revizorska firma*, Sl. 10.

To znači da je model ratio indeksa omogućio metodima C4.5 i Ripper da pronađu dovoljno tačne zakonitosti u okviru modela u sva tri eksperimenta, a metod C4.5Rules u dva od tri, odnosno da je ovaj model adekvatan za razmatrani problem.

Na Sl. 11. prikazana je estimacija klasifikacione greške u sistemu R [28] metodom učenja nosećih vektora (SVM) [20] po ranije opisanim kriterijumaima (Pearson, Breiman i Random), samo za eksperiment E2. Prema ovim estimacijama, za najveću tačnost (najmanju grešku) može se upotrebiti relativno jednostavna funkcija klasifikacije, koja obuhvata samo neke od 20 atributa. *Vidi se da metod SVM, uz odgovarajuću selekciju atributa, u okviru ovog modela može naučiti funkciju klasifikacije visoke tačnosti predviđanja, preko 95 %.*

Sl. 11. Racio indeksi - estimacija krosvalidacione greške za podskupove najbolje rangiranih atributa i metod učenja SVM



I za ovaj model potrebno je izvršiti analiza varijanti da bi se rasvetlila adekvatnost i relevantnost pojedinih atributa iz modela.

(B.1) Validacija modela

Na Sl. 12 i 13 prikazane su prosečne ocene atributa u sistemu WEKA dobijene pomoću tri ranije navedena metoda prethodne selekcije.

Metod Relieff daleko najvišu ocenu i ubedljivo prvo mesto daje atributu *Revizorska firma*, dok su

(manje) važna još dva atributa: *Odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima finansiranja* i *Prosečan period plaćanja duga*, dok su ostali znatno slabije ocenjeni, Sl. 12.

S druge strane, metod *Symmetrical Uncertainty Attribute Eval* najvišu pojedinačnu ocenu daje atributima *Prosečan period plaćanja duga* i *Koeficijent obrta dobavljača*, a nešto slabiju atributima *Prosečan period naplate potraživanja*, *Naziv firme* i *Odnos dugoročnih obaveza* i

FINANSIJE

Sl. 12. Racio indeksi - ocena pojedinih atributa u sistemu WEKA

Relieff		
average merit	average rank	attribute
0.39 +- 0.033	1 +- 0	20 Revizorska firma
0.108 +- 0.005	2.2 +- 0.4	14 Odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima fi..
0.105 +- 0.018	3.2 +- 0.6	9 Prosečan period plaćanja duga
0.09 +- 0.011	4 +- 0.63	7 Prosečan period naplate potraživanja
0.059 +- 0.011	5.8 +- 0.6	2 Pokazatelji opšte likvidnosti
0.053 +- 0.019	6.9 +- 4.44	11 Prosečan period trajanja zaliha
0.049 +- 0.014	6.9 +- 0.83	3 Pokazatelji reducirane likvidnosti
0.04 +- 0.003	8 +- 0.63	8 Koeficijent obrta dobavljača
0.026 +- 0.03	8.6 +- 2.37	13 Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava
0.015 +- 0.01	10.5 +- 1.28	17 ROA
0.013 +- 0.004	10.6 +- 1.02	4 Neto obrtna sredstva
0.01 +- 0.009	12.2 +- 1.17	19 ROE
0.008 +- 0.008	13 +- 1.9	12 Koeficijent obrta stalnih sredstava
0.005 +- 0.003	13.9 +- 2.02	10 Koeficijent obrta zaliha
0.003 +- 0.004	15.1 +- 1.3	5 Rigorozna (dnevna likvidnost)
0.002 +- 0.001	15.4 +- 1.5	6 Koeficijent obrta kupaca
0.001 +- 0.001	16.4 +- 0.66	18 Stopa neto dobitka
0 +- 0	17.7 +- 0.46	1 Naziv firme
0 +- 0	18.8 +- 0.6	16 Koeficijent pokrića kamata
0.003 +- 0.001	19.8 +- 0.4	15 Odnos dugoročnih obaveza i sopstvenog kapitala
Symmetrical Uncertainty Attribute Eval (SU)		
average merit	average rank	attribute
0.517 +- 0.049	1 +- 0	9 Prosečan period plaćanja duga
0.365 +- 0.033	2.1 +- 0.3	8 Koeficijent obrta dobavljača
0.199 +- 0.132	4.3 +- 1.79	7 Prosečan period naplate potraživanja
0.147 +- 0.003	5.4 +- 1.8	1 Naziv firme
0.144 +- 0.049	5.4 +- 2.94	15 Odnos dugoročnih obaveza i sopstvenog kapitala
0.09 +- 0.012	6.6 +- 1.74	20 Revizorska firma
0.069 +- 0.142	8.2 +- 3.25	2 Pokazatelji opšte likvidnosti
0.015 +- 0.046	9.1 +- 3.75	6 Koeficijent obrta kupaca
0 +- 0	9.3 +- 2.1	3 Pokazatelji reducirane likvidnosti
0 +- 0	9.4 +- 1.74	4 Neto obrtna sredstva
0 +- 0	10.7 +- 0.9	5 Rigorozna (dnevna likvidnost)
0.017 +- 0.05	12 +- 1.34	17 ROA
0.033 +- 0.066	12.4 +- 3.2	19 ROE
0.034 +- 0.068	13.2 +- 3.63	18 Stopa neto dobitka
0 +- 0	13.7 +- 1.42	16 Koeficijent pokrića kamata
0 +- 0	16.4 +- 0.92	11 Prosečan period trajanja zaliha
0 +- 0	17.4 +- 0.92	10 Koeficijent obrta zaliha
0 +- 0	17.4 +- 1.28	14 Odnos pozajmljenih prema ukupnim izvorima fi..
0.019 +- 0.056	17.7 +- 4.24	12 Koeficijent obrta stalnih sredstava
0.028 +- 0.083	18.3 +- 4.78	13 Koeficijent obrta ukupnih poslovnih sredstava

sopstvenog kapitala. Ostali atributi su znatno slabije ocenjeni, uključujući i atribut *Revizorska firma*, Sl. 12.

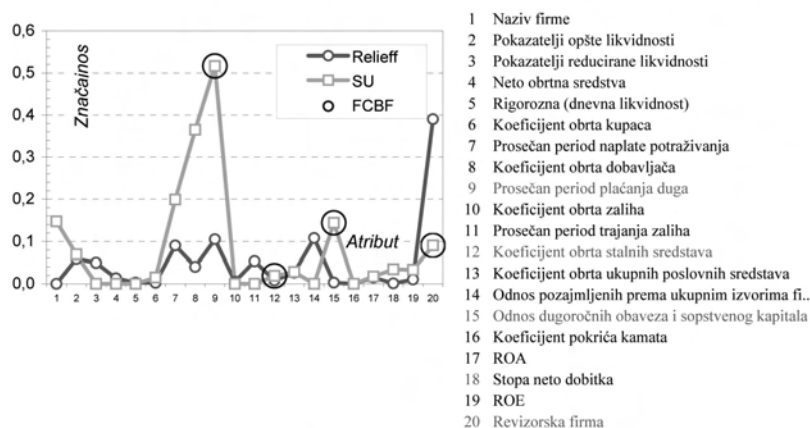
Metod grupnog ocenjivanja podskupova atributa *Fast Correlation Based Filter (FCBF)* je kao najbolji podskup

izabrao 4 atributa: *Prosečan period plaćanja duga*, *Koeficijent obrta stalnih sredstava*, *Odnos dugoročnih obaveza i sopstvenog kapitala* i (opet) atribut *Revizorska firma*, iako je ovaj atribut najslabije ocenjen u grupi, Sl. 13.

Sl. 13. Racio indeksi - optimalni podskup korelisanih atributa u sistemu WEKA

FCBF (optimalni podskup)		
average merit	average rank	attribute
0.019 +- 0.056	0.2 +- 0.6	12 Koeficijent obrta stalnih sredstava
0.017 +- 0.051	0.2 +- 0.6	15 Odnos dugoročnih obaveza i sopstvenog kapitala
0.517 +- 0.049	1 +- 0	9 Prosečan period plaćanja duga
0.09 +- 0.012	2.2 +- 0.4	20 Revizorska firma

Sl. 14. Ocena značaja atributa modela B-eksperiment E2 (tri metoda iz sistema WEKA)



Model ratio indeksa je omogućio tačnija objašnjenja donesenih mišljenja, gde je uticaj atributa Revizorska firma i dalje prisutan, mada znatno slabije relevantan.

ZAKLJUČAK

Dosadašnja iskustva iz prakse obavljanja revizija u Srbiji ukazuju da većina izveštaja revizije ne predstavlja objektivno i istinito poslovanje privrednih subjekata koji su obveznici revizije. Metode i tehnike DM koji imaju adekvatne aparate za klasifikaciju i predikciju određenih atributa finansijskih i revizijskih izveštaja mogu značajno da unaprede efektivnost i efikasnost revizije u domenu detekcije adekvatnosti nekvalifikovanog mišljenja. Cilj ovog istraživanja jeste da ukaže da većina nekvalifikovanih izveštaja nemaju metodološko utemeljenje u MSR već je više produkt ustupaka obve-

znicima revizije iz razloga lukrativne prirode. Istraživanje je obavljeno primenom tri DM metoda: stabla odlučivanja, produkcionih pravila i nosećih vektora

U sva tri pimenjena DM metoda odlučni atribut jeste revizorska firma, što jasno ukazuje da skrivena znanja iz salda računa finansijskih izveštaja i datih ratio brojeva nisu opredeljena kao atributi koji utiču na nekvalifikovano revizorsko mišljenje, već samo revizorske firme.

Ovo istraživanje može pomoći revizorima, tj. njihovim istraživanjima u ispitivanju sugerisanih varijabli u svrhu identifikovanja onih koje

najbolje diksriminišu slučajeve krivotvorenih finansijskih izveštaja. Ono takođe preporučuje izvesne varijable za koje revizor treba da alokira dodatno revizorsko vreme.

Na osnovu prethodnih analiza finansijskih izveštaja prema dva opisana modela (salda računa finansijskih izveštaja i racio indeksi), primenom DM metoda, može se zaključiti:

1. nije pronađena egzaktna zakonitost prema nekom od dva razmatrana modela, što može da znači (1) da se mišljenja revizora ne daju u skladu s podacima prikazanim u modelu ili (2) da nijedan od razmatranih modela nije adekvatan;
2. najveća tačnost predviđanja se očekuje, za oba modela, ako se odluke donose na osnovu većine atributa, ali je ona relativno mala i ne prelazi tačnost apriorne klasifikacije u većinsku klasu;
3. *zajednički element oba modela i najznačajnija uočena zavisnost je zavisnost između mišljenja revizora i revizorske firme, što znači da je za mišljenje revizora veoma važna metodologija koja se ne odslikava u korišćenim modelima.*

Ulazni podaci u našem slučaju jesu salda računa i finansijski racio

brojevi. Obogaćivanje ulaznih vektora sa kvalitativnim podacima, popunjavanje s negativnim revizijskim mišljenjima, stratifikacija uzorka na industrijske grane može značajno da unapredi rezultate ili pak da potvrdi *suprotnu hipotezu da racio brojevi i salda računa finansijskih izveštaja nisu adekvatni za predikciju nekvalifikovanih revizijskih mišljenja*. Nadamo se da će istraživanja prezentovana u ovom prilogu delovati stimulatивно na dalja istraživanja u ovoj jako važnoj temi.

LITERATURA

1. *Enron Financial Statements* Decembar 31,2000.
2. Pullam and Deborah Solomon, „How Three Unlikely Sleuths Exposed Fraud at World-Com“, *Wall Street Journal*. Octobar 30,2002, p.1.
3. SEC, *Accounting and Auditing Enforcement Release*, No. 1706, January 27, 2003.
4. Porter, B. & Cameron, A. (1987). „Company fraud—what price the auditor?“, *Accountant's Journal* (December), 44–47.
5. Fanning, K. & Cogger, K. (1998), „Neural network detection of management fraud using published finan-

- cial data“, *International Journal of Intelligent Systems in Accounting, Finance & Management*, 7(1), 21–24.
6. Cullinan, P. G., & Sutton, G. S. (2002), „Defrauding the public interest: a critical examination of reengineered audit processes and the likelihood of detecting fraud“, *Critical Perspectives on Accounting*, 13(3), 297–310.
 7. Abbot, J. L., Park, Y., & Parker, S. (2000), „The effects of audit committee activity and independence on corporate fraud“, *Managerial Finance*, 26(11), 55–67.
 8. Fanning, K. & Cogger, K. (1998), „Neural network detection of management fraud using published financial data“, *International Journal of Intelligent Systems in Accounting, Finance & Management*, 7(1), 21–24.
 9. Spathis, C. (2002). „Detecting false financial statements using published data: some evidence from Greece“, *Managerial Auditing Journal*, 17(4), 179–191.
 10. Bell, T. & Carcello, J. (2000), „A decision aid for assessing the likelihood of fraudulent financial reporting“, *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 9(1), 169–178.
[9] Bell (1996),
 11. Green, B. P. & Choi, J. H. (1997). Assessing the risk of management fraud through neural-network technology. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 16(1), 14–28.
 12. Summers, S. L. & Sweeney, J. T. (1998), „Fraudulent misstated financial statements and insider trading: an empirical analysis“, *The Accounting Review*, 73(1), 131–146.
 13. Eining, M. M., Jones, D. R. & Loebbecke, J. K. (1997), „Reliance on decision aids: an examination of auditors’ assessment of management fraud“, *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 16(2), 1–19.
 14. Spathis, C., Doumpos, M. & Zopounidis, C. (2003), „Using client performance measures to identify pre-engagement factors associated with qualified audit reports in Greece“, *The International Journal of Accounting*, 38(3), 267–284.
 15. Efstathios, K., Charalambos, S., Manolopoulos, Y. (2007), „Data Mining techniques for the detection of fraudulent financial statements“, *Expert System with Application*, 32, 995–1003;
 16. Green, B. P. & Choi, J. H. (1997), „Assessing the risk of management fraud through neural-network technology“, *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 16(1), 8–28.

17. Stice, J. (1991), „Using financial and market information to identify pre- engagement market factors associated with lawsuits against auditors“, *The Accounting Review*, 66(3), 516–533.
18. Persons, O. (1995), „Using financial statement data to identify factors associated with fraudulent financial reporting“, *Journal of Applied Business Research*, 11(3), 38–46.
19. Rebeeca C. Wu Neural Network Models: „Foundantion and application to an audit decision problem Annals of Operations Research 75 (1997)291-301., itsl.
20. Cherkassky V., Mulier F. M., *Learning from Data: Concepts, Theory, and Methods*, 2nd edition, John Wiley - IEEE Press, 2007.
21. Witten I. H., Frank E., *Data Mining: Practical Machine Learning Tools and Techniques with Java Implementations*, pp. 265-320, Morgan Kaufmann Publishers, 2005.
22. Kohavi R., „A Study of Cross-validation and Bootstrap for Accuracy Estimation and Model Selection“, in *Proc. of International Joint Conference on Artificial Intelligence*, 1995.
23. Witten I. H., Frank E., *Data Mining: Practical Machine Learning Tools and Techniques with Java Implementations*, pp. 265-320, Morgan Kaufmann Publishers, 2005.
24. Breiman L., Friedman J.H., Olshen R.A., Stone C.J., *Classification and Regresssion Trees*, Wadsworth, Belmont, 1984.
25. Quinlan J. R., „Bagging, Boosting and C4.5“, in *Proc. of AAAI-96 Fourteenth national Conference on Artificial Intelligence*, Portland, OR, AAAI Press, Menlo Park, CA, 1996.
26. Platt J. C., *Sequential minimal optimization: A fast algorithm for training support vector machines*, Technical Report MSR-TR-98-8, Microsoft Research, 1998.
27. Chang CC., Lin CJ., „LIBSVM: a library for support vector machines“, 2001. Software available at <http://www.csie.ntu.edu.tw/~cjlin/libsvm>
28. Maindonald J., Braun J., *Data Analysis and Graphics Using R*, 2nd Edition, Cambridge University Press, Cambridge, 2007.
29. Breiman L., „Random Forests“, *Machine Learning*, 45, pp. 5–32, 2001.

Ljubomir MADŽAR

„ISKUŠENJA EKONOMSKE POLITIKE U SRBIJI“

Beograd, Službeni glasnik, 2011.

Poslednja svetska finansijska kriza otvorila je brojna složena pitanja i podstakla raspravu u različitim pravcima. Pored ostalog, došlo je i do mnogo temeljnijih i dalekosežnijih preispitivanja savremene ekonomske politike. Takav pristup je zastupljen, u najnovijoj i poučnoj knjizi „Iskušenja ekonomske politike u Srbiji“, prof. dr Ljubomira Madžara, jednog od naših vodećih ekonomista, koji nije samo naučnik visokog ranga i originalni mislilac nego i oštroumni posmatrač i izuzetno vešt pisac. Autor studije istražuje moguće domete kritike ekonomske politike uopšte, a posebno u Srbiji – što predstavlja nezaobilaznu temu ekonomske teorije i analize, ali i jednu od centralnih tema u oblasti teorijske i empirijske analize privrednog razvoja. Ova tema, direktno ili posredno, predstavlja – sastavni deo ekonomske nauke od njenih početaka do danas.

Polazna autorova pozicija jeste da je uobičajena kritika vladinih ekonomskih politika obično nezadovoljavajuća – ne samo zbog toga što ni ekonomisti ni ekonomska nauka nemaju definitivne i pouzdane odgovore na sva pitanja već i stoga što se često zanemaruju politička i druga ograničenja koja u određenoj mери vezuju ruke političarima prilikom izbora politika. Taj svoj izazovan stav autor temeljno obrazlaže i argumentovano i polemički brani a da pri tom svoj pristup ne označava ni kao optimizam ni kao pesimizam, već kao realizam.

Predmet ove studije su ograničenja u vođenju ekonomske politike i u aktivnostima na planu institucionalnog razvoja. Prva poenta dela odnosi se na domete same nauke – nauka ima dovoljno krupne probleme sama sa sobom, smatra autor, a potom i sa aktivnostima u sferi eko-

nomske politike i razvijanja institucija na koje treba da se primeni. S druge strane, institucionalni aranžmani i politička ustrojstva imaju svoj vlastiti modus operandi, pretežnim delom zasnovan na interesima i, zbog toga ali i zbog drugih važnih razloga, ograničen kapacitet apsorbovanja profesionalnih saveta i naučno zasnovanih preporuka. Pored toga, ozbiljna ograničenja u primeni nauke i profesionalne ekspertize u najšire shvaćenoj javnoj politici, javljaju se i na liniji komuniciranja naučnih krugova sa institucijama i zvaničnicima koji su službeno ovlašćeni za vođenje ekonomske politike i razvijanje institucija.

U knjizi je naglašena kritika dela aktuelne ekonomske nauke u Srbiji i, posebno, kritike upućene ekonomskoj politici. Ta kritika, kao i dobar deo nauke kao takve, mahom zanemaruje upravljačka ograničenja i političke datosti od značaja za vođenje politike i realizaciju njenih mera i akcija. To kritiku čini proizvoljnom i nerealističnom, a njena spoznajna delotvornost i pragmatska vrednost time su smanjene. U osnovnom tekstu knjige je objašnjeno da takvu ocenu ne treba kvalifikovati kao stav protiv kritike ili kao mišljenje o njoj ispraznosti. Naprotiv, noseća postavka Madžare-

vog istraživanja jeste teza da bi nauka bez kritičnog odnosa prema stvarnosti izgubila mnogo od svoga smisla i veliki deo svog kognitivnog potencijala. No, zanemarivanje upravljačkih ograničenja svodi se na postavljanje ciljeva koji su neostvarivi i na zahteve koji su van moći i stvarnih domaćaja same ekonomske politike. Tražiti neostvarivo i postavljati nedostižne ciljeve znači zauzeti poziciju u kojoj su unapred osuđeni na neuspeh relevantni akteri, kako oni kojima su zahtevi upućeni tako, posebno, i oni koji te zahteve postavljaju.

U studiji je posebno ukazano na štetnost personalizovanog pristupa u dijagnozi privredne situacije i karakterizaciji deformacija koje su u njoj evidentne. Sve upravljačke garniture koje su obavljale regulatorne funkcije uključile su se u ovakav sistem, a nisu ga one kreirale; za slabosti sistema ne snose odgovornost. S obzirom na vrlo ograničene mogućnosti razvijanja i prilagođavanja sistema, i mnoge sadašnje systemske slabosti, kao i one s kojima će morati da se živi u doglednoj budućnosti, imaju se, prema autoru, tretirati kao objektivno uslovljene.

Kada je reč o kritici i o njoj usmerenosti i težini, studija daje važnu napomenu opšteg karaktera

koja je prilično skeptična, unekoliko možda čak i melanholična, a koja sigurno neće naići na široka odobravanja. Autor navodi da je Srbija nerazvijena zemlja sa zakržljalom i osakaćenom privredom. Tamo gde je slabašna privreda i oskudna infrastruktura, sva je prilika da ni ekonomska politika ne može biti dopadljiva i markantna. Ovo važi sasvim nezavisno od vrlo specifičnih i za Srbiju osobenih ograničenja u političkom sistemu. Kakva zemlja, takva (manje-više) i ekonomska politika. Moglo bi se postaviti pitanje: ne važi li ista ekonomska pravilnost i za ekonomsku nauku? Autorov zaključak je da ko god, makar i letimično, prati strane naučne časopise i makar povremeno zaviri u inostrane merodavne knjige, shvatiće veliku distancu naše nauke u odnosu na daleko poodmaklu u razvijenom, pa možda i u onom nešto manje razvijenom svetu. Ključno pitanje studije je koliko naučnici imaju pravo da od ekonomske politike traže neke veće domete ako su i sami u svom području delatnosti daleko od toga da ih ostvaruju?

Opisujući i analizirajući obimno svetsko razvojno iskustvo, a i prateću teoriju koja je dobrim delom na osnovu njega izrasla, Madžarevo je stanovište da se ključ uspešnog raz-

voja nalazi ne u raspoloživosti ovakvih ili onakvih resursa nego u – institucijama. Studija naglašava presudna važnost institucija da opredeljuju efikasnost upotrebe resursa, pored ostalog i načine upotrebe, pravce alokacije i obrasce njihovog proširenog reprodukovanja. Studija pokazuje da racionalno postavljene institucije omogućavaju brzu ekspanziju resursa; tamo gde ih nema biće, uz dobre institucije, stvoreni. Resursi su produkt i rezultat, a ne uslov i pretpostavka privrednog rasta. Institucije su, dakle, alfa i omega ekonomskog razvoja i ta ideja se kao crvena nit provlači kroz celu knjigu. No, institucije se ne mogu lako i po volji razvijati. Pogotovo ne mogu da se razvijaju preko noći. U institucionalnom razvoju, baš kao i u svakom drugom, postoje brojna ograničenja, među kojima su najvažnija upravo ona – institucionalna! Kao što ograničavaju formulisanje i vođenje ekonomske politike, institucije ograničavaju i razvoj i pravovremeno prilagođavanje i samih institucija.

Ovom studijom profesor Madžar se zalaže za što manje mešanje države u privredne procese, za njeno povlačenje iz sadašnje nezdravo razuđene i iz godine u godinu sve glomaznije, neodmereno aktivističke

intervencije. Neodmereno i sa temeljima demokratskog poretka inkompatibilno mešanje države u privredu je svuda disfunkcionalno i štetno. U Srbiji, međutim, naglašava se u studiji, ono je posebno kontraindikovano zato što široko postavljene, interesno izdiferencirane koalicione vlade u takvim aktivnostima pokazuju posebne slabosti. Njihova predviđiva sklonost ka vertikalnoj podeli upravljačkih nadležnosti čini ih posebno nepovoljnim oblicima državne organizacije: te vlade su odveć jake u odnosu na društvenu zajednicu u kojoj funkcionišu jer je svaki član koalicije u mogućnosti da vladu uceni i obori; u isto vreme one su slabe upravo tamo gde bi trebalo da budu jake, a to je obavljanje funkcija koje prirodno spadaju u misiju i operativne funkcije državnih tela i agencija.

Knjiga se sastoji od pet mahom nezavisnih pisanih blokova koji su uobličeni kao delovi.

Prvi „Dometi nauke u pokretanju i usmeravanju institucionalnog razvoja“ je posvećen samoj nauci, posebno ekonomskoj, i njenim inherentnim ograničenjima. Tu je osnovna poenta u tome da nauka – i, opet, posebno ekonomska – ima krupne probleme sama sa sobom, a to mora neprestano da se ima u vidu kad se

daju preporuke za politiku u obliku uvida koji se temelje na „naučnim istinama“.

Drugi deo „Moć i nemoć ekonomske nauke – Spoznajni dometi u kriznim lomovima i strukturnim preokretima“ je posvećen dometima, ali i ograničenjima nauke u sučeljavanju s krupnim razvojnim problemima; bavi se sposobnošću nauke da se suoči s krupnim i sve većim izazovima savremenog sveta. Treći deo „Ekonomska nauka i privredna kriza – Šanse i hazardi mogućeg paradigmatškog preokreta“ je suženje u odnosu na drugi i bavi se oblicima sučeljavanja nauke sa aktuelnom svetskom privrednom i finansijskom krizom i merom u kojoj na sve teža pitanja uspeva da nađe samerljive odgovore. U kontekstu drugog i trećeg dela navode se primeri nekih većih, u stvari spektakularnih naučnih promašaja u prošlosti (npr. ocena razvojnog potencijala i dugoročne održivosti socijalističkih društveno-ekonomskih sistema, ili stav socijalističke ekonomske misli prema stranim direktnim investicijama) i postavlja se pitanje ne postoji li mogućnost, pa i znatna verovatnoća, da se greške sličnog formata ne čine i danas.

Četvrti deo „Ekonomsko-politički antibarbarus – Kritički osvrt na kritička viđenja ekonomske zbi-

lje u Srbiji“ bavi se Srbijom, i to najavljenim modalitetima sada aktuelnog prilagođavanja, pre svega u vidu vraćanja u okvire sopstvenih resursa. Veruje se da bi to trebalo da bude izvedeno putem smanjivanja svih komponenti potrošnje, a ponajviše, ako bude izvodivo, javne potrošnje. Učinjen je pokušaj da se artikuliše razumevanje za brojna ograničenja i teškoće o koje se spotiče ekonomska politika, ali je i sa dobrom dozom žestine iskritikovao pokušaj vlasti da situaciju predstavi kardinalno drugačijom nego što jeste i da nametnutu nužnost nekih bolnih usaglašavanja predstavi kao svoju ingenioznu tvorevinu, da od neminovnosti načini vrlinu. Svrha ove kritike bila je da se pošalje poruka da u razumevanju ograničenja pod kojima operiše vlast postoje granice, a da žestoka kritika počinje tamo gde vlast svojim nerasudnim tumačenjima počinje da vređa inteligenciju i onih upućenih, ali i onih manje upućenih. Namena ovog dela studije jeste da uputi kritiku vlasti, ali – uz napor da se uvaži ono što njoj nije dostupno i da se kritika dozira po meri stvarnih mogućnosti koje ovlašćenim organima i zaduženim zvaničnicima stoje na raspolaganju.

Peti deo „Pustolovine pomećenog rasta: stari i novi model – Ka još jednoj makroekonomskoj himeri“ se bavi kritikom kritike aktuelne ekonomske politike, najviše po osnovu ignorisanja upravljačkih ograničenja i političkih datosti. Te smetnje vlastima na više načina vezuju ruke, a u aktuelnim kritikama se zanemaruju. Tako kritike zbog svoje upadljive nerealističnosti u pogledu svega što se od politike traži, diskredituju i one sopstvene sastavnice koje su trezvene, realistične i naučno zasnovane.

Nisu svi delovi knjige pisani kao sastojci neke šire celine kakva je ova knjiga. Dva od njih, po obimu manja, napisana su izdvojeno i objavljena kao zasebne celine pre nego što je priređena ova studija. Preostala tri dela pisana su tako da prethodna dva inkorporiraju na načine koji sve delove u najvećoj mogućoj meri čini segmentima jedne šire celine. Valja navesti nekoliko osnovnih preokupacija koje su zastupljene kroz sve ove tekstove – institucionalna i ostala upravljačka ograničenja, političke determinante regulativnih ustrojstava, dinamička neefikasnost politički pomećenog razvoja, teškoće uspostavljanja delotvorne komunikacije između nauke i ekonomske politike i određena rigidnost, uz elemente jed-

nostranosti, kritike ekonomskih datosti potekle iz naučnih krugova – i koje ih integrišu u koherentnu celinu sa većim brojem poruka. Neka vrsta sintetičkog rezimea tih poruka bilo bi upozorenje da sprovođenje ekonomske politike i usmeravanje institucionalne izgradnje ne (mogu da) teku onako kako to izgleda analitičarima koji ih posmatraju i prate spolja; u obavljanju tih komplikovanih operacija mnogo je smetnji i prepreka koje naučnici ne zapažaju niti smatraju da treba da im posvete neku naročitu pažnju. To slabo vidljivo more zapreka i teškoća na pravi način sagledavaju tek oni koji se s njima – uz hazarde i nelagode koji drugima na pravi način ne mogu biti poznati – nose na dnevnoj osnovi. Sve to čine pokušavajući da (samo) iznutra vidljive barijere prebrode na načine koje sami moraju da osmisle, bez saveta sa strane koji u tom zametnom poslu i ne mogu biti od osobite pomoći. Autor smatra da razumevanje za teškoće praktične realizacije treba kod onih koji daju preporuke da bude deo mudrosti, ako već ne i ekspertize. Samo tako, biće izbegnut, a tamo gde se pojavi i prevaziđen, antagonizam između onih koji daju predloge i preporuke i onih kojima su te preporuke iz sveta nauke upućene.

Na kraju knjige navedena je korišćena literatura u istraživanju u kojoj oni koji se zanimaju za određenu oblast mogu naći dopunske informacije. Uz to, postoje registri ključnih pojmova i imena, kao podsetnici na pozivane autore i najvažnije teme obrađene u knjizi. Sadržaj ovog opsežnog oglada (na više od petsto strana) iz ekonomske politike organizovan je tako da čitalac lako može odabrati odgovarajuće poglavlje ili odeljak i tako će prostudirati željeni aspekt analize privrednog razvoja Srbije.

I ova, kao i sve knjige profesora Madžara, koje nisu namenjene samo uskom krugu specijalista, već širokoj publici (studentima, ekonomskim analitičarima, istraživačima, menadžerima različitih nivoa) – iako se bavi krajnje složenom temom – pisana je jasno, precizno, bez suvišnog tehničkog žargona, 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. Aktuelnost, sistematičan način izlaganja i verno odslikavanje dešavanja na teorijsko-empirijskom polju ekonomskog sistema Srbije je od esencijalne važnosti za korisnike kojima je aktuelna i blagovremena informa-

cija imperativ. U argumentaciji profesora Madžara nema praznog hoda, niti suvišnih detalja. Njegova analiza je jezgrovita i zgusnuta – reč je o knjizi koja podrazumeva određeno predznanje u ovoj i drugim oblastima – i koja je zasnovana na savremenim metodološkim postavkama u istraživanju i skladnom spoju teorijskog i praktičnog pristupa problemu. Ova nadahnuta i podsticajna, izuzetno kompleksna i višeslojna knjiga, nikoga neće ostaviti ravnodušnim. Ona uznemirava i provocira, a posebno ismeva lažno znanje, intelektualno samoljublje i arogantnost.

Ljubomir Madžar nije napisao studiju o ekonomskoj politici ili privrednom razvoju Srbije. On se bavio temeljima ove teme. U tom smislu, ova knjiga ne samo da opominje, već daje nadu da se Srbija ipak može razvijati na kudikamo efikasniji i dalekosežno održiv način. Ona pruža, ne samo sliku sadašnjeg stanja, već i putokaz kako na najbolji način odgovoriti iskušenjima ekonomske politike u Srbiji danas. Stoga se može reći da ona predstavlja bogat i otvoren udžbenik namenjen svima koji se bave kako teorijskim promišljanjem, tako i praktičnim ostvarivanjem privrednog razvoja Srbije. Bez ikakve sumnje, morali bi

je imati u rukama svi koji se bave društvenim naukama. Na kraju ćemo dodati i to da se u studiji, pored analize ključnih tema čitalac 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 pronade brojne stavove i konstatacije koje će ga podstaći na razmišljanje i pružiti stabilnu polaznu osnovu za dalja i dublja istraživanja u ovoj oblasti u bilo kom njenom segmentu.

Dr Biljana VITKOVIĆ

Prof. dr Petar ĐUKIĆ

„ODRŽIVI RAZVOJ – UTOPIJA ILI ŠANS ZA SRBIJU“

Tehnološko-metalurški fakultet, Beograd, 2011.

Koncept održivog razvoja već duže od dve decenije predstavlja temu oko koje se vode svetske rasprave, pre svega zaštitnika životne sredine i ekonomista. Sama ideja podrazumeva globalni pristup i razumljivo je što su Ujedinjene nacije mesto odakle je sve krenulo. Međutim, čitavu priču započele su razvijene zemlje koje su upravo generatori rasta svetske privrede. Koncept je lansiran kada se uvidelo da njihov rast na stari način više nije moguć, a da ne vodi ka uništenju planete Zemlje. Sve ostale zemlje uvučene su u svetsku diskusiju bez mnogo realnih osnova da daju suštinski doprinos poboljšanju stanja kojeg nisu ni kreirale.

Postoje teoretičari koji smatraju da se u suštini ideje o održivom razvoju nalazi skrivena forma protekcionizma i da na taj način razvijene zemlje, ustvari, sprečavaju razvoj dru-

gih zemalja (Sylvie Brunel, Francuskinja, ugledni geograf i ekonomista). S druge strane, ima onih koji ukazuju na to da je sam termin svojevrsni oksimoron i da bi za razvijene zemlje pravi termin bio održivi rast-u-opadanju (de-growth). Pojedini autori kritikuju neodređenost pojma, čak smatraju da je opasan jer ima posledice sa nepoznatim efektima (John Baden, predsedavajući Fondacije za istraživanje ekonomije i životne sredine - FREE).

U ovu nimalo jednostavnu raspravu uključuje se i prof. dr Petar Đukić svojom monografijom Održivi razvoj – utopija ili šansa za Srbiju. Međutim, za razliku od većine autora koji, u zavisnosti od svog profesionalnog opredeljenja, vide samo ekonomsku ili samo ekološku stranu problema, profesor Đukić u ovoj knjizi daje celovitu analizu održivog razvoja, čini se pr-

vu u Srbiji. Njegova smelost da se upusti u dijalog i sa ekonomistima i sa ekolozima, a u isto vreme i sa političarima, proizilazi iz njegovog dugogodišnjeg bavljenja ovom problematikom. Od njegovog pionirskog rada u ovoj oblasti Ekologija i društvo prošlo je više od deset godina. Nakon toga sledio je niz stručnih članaka, kao i učešće u izradi Strategije održivog razvoja Srbije. Čini se da je suštinu ovog problema u Srbiji sam profesor Đukić sažeo u jednoj rečenici: „Zemlja koja dugoročno ne planira sopstveni ekonomski, tehnološki, demografski i kulturni razvoj ne može računati na prevladavanje trenutnih teškoća i u njih će upadati iznova bez obzira na globalne ili regionalne međunarodne okolnosti“.

Sadržaj knjige *Održivi razvoj – utopija ili šansa za Srbiju* podeljen je na pet delova. Počinje se od geneze samog koncepta, a završava, sasvim logično, uticajem politike i institucija na praktičnu primenu i ostvarenje postavki održivog razvoja. Ono što je specifičnost ove monografije je to što jedan ekonomista veliku pažnju posvećuje detaljnoj analizi stanja životne sredine, gotovo isto onoliko koliko i ekonomskoj dimenziji održivog razvoja. Bez navijanja za bilo koju stranu, profesor Đukić pravi most između često nepomirljivo

suprotstavljenih stavova ekonomista i zaštitnika životne sredine.

Prvi deo monografije pod nazivom „Održivi razvoj – koncept i primena“ prati genezu samog pojma održivosti u smislu ekonomske ideje, kao i u smislu političkog koncepta, a nakon toga analizira sadržaj osnovnog koncepta. Analizirajući tri stuba održivosti, ekonomski, socijalni i ekološki, autor govori o društvu i ekonomiji zasnovanim na znanju, o društvu ravnoteže i socijalne pravde i o zaštiti prirode i resursa. Smatrajući da je održiv ekonomski rast moguć samo u društvima zasnovanim na znanju, on to i ilustruje konkretnim pokazateljima. Na tom tragu, mogućnost daljeg ekonomskog razvoja Srbije vidi samo na osnovu temeljnih promena koje uključuju redizajniranje ekonomskog sistema i promenu aktuelne privredne strukture, a za to su potrebni prihvatanje i primena ekonomije zasnovane na znanju. S druge strane, neophodno je obezbediti održivost i na socijalnom planu jer ukoliko postoji masovno siromaštvo, glad, ukoliko haraju bolesti, raste nezaposlenost ne može se govoriti ni o kakvoj održivosti. Naravno, nemoguće je postići održivost u ekonomiji i društvu ukoliko se pri tome devastiraju životna sredina i prirodni resursi.

U Strategiju održivog razvoja Srbije ugrađeni su opšti principi održivosti: međugeneracijska pravda, participativnost, integralnost i preklapanje ekonomske, ekološke i socijalne dimenzije održivosti, predostrožnost, princip zagađivač plaća, oslanjanje na znanje kao nosioca razvoja i integrisanje zaštite životne sredine u ostale sektorske politike. Poslednjih godina sve više se govori o tome da se samo preklapanjem ciljeva ili stubova održivosti može doći do realne održivosti.

Postoje i značajne kritike koncepta održivog razvoja. Profesor Đukić daje rezime tih kritika, ali govori i o približavanju suprotstavljenih stavova. Do osporavanja koncepta dolazi iz dijametralno suprotnih razloga. Sa jedne strane su „zeleni“ koji smatraju da je najvažnija ekološka dimenzija održivosti, dok, s druge strane, pristalice liberalne tržišne ekonomije odbacuju koncept zbog mešanja države u ekonomske slobode. Takođe su brojne kritike samog pojma u smislu njegove neodređenosti i protivurečnosti. U tom kontekstu postavlja se pitanje šta je to razvoj i kako se on meri. Autor ističe da mera razvoja nikako ne može da bude samo rast BDP-a, investicija, potrošnje i standarda ljudi, već je to daleko sveobuhvatniji i složeniji pojam koji

„podrazumeva bitne promene u strukturi privređivanja i odnosima proizvodnih faktora, a posebno u tipu i strukturi delujućih tehnologija“. Otuda su neophodni alternativni ili dopunski kriterijumi za utvrđivanje kvaliteta rasta i razvoja kao što su: tzv. prvi pokazatelj održivosti, indeks održivosti ekonomskog blagostanja, indeks održivog društva i neto nacionalno bogatstvo. Profesor Đukić pledira da se problemu održivosti „pristupa multidisciplinarno, sistemski i timski, a ne pojedinačno ekspertski“.

Drugi deo knjige biće najzanimljiviji „čistim“ ekonomistima jer se bave ekonomijom eksternalija i nosi naziv „Ekonomija eksternalija i održivi razvoj“. Pre svega se razmatra odnos ekonomije i ekologije. Njihovu direktnu vezu autor vidi, između ostalog, i u zajedničkom jezičkom korenu (oikos = dom, kuća) što ukazuje na racionalno, štedljivo i odgovorno ponašanje kako prema sopstvenom domaćinstvu, tako i prema društvu i prirodi. Ono što je različito jeste različitosti motiva od kojih polaze ekonomija i ekologija. Ekonomija teži ostvarivanju najveće novčane koristi uz najmanje moguće troškove, dok je ekologija okrenuta područjima od opšteg interesa, „uslugama prirode“, koje, zbog ne-

dovoljne elastičnosti ponude i tražnje, ne može da reguliše isključivo tržišni mehanizam.

Nasuprot ekonomistima koji ističu samo ekonomske pretpostavke održivosti, pre svega ekonomsku efikasnost, profesor Đukić postavlja pitanje dopunskih standarda kao što su bezbednost i ekološka održivost. Govoreći o ekonomiji zagađenja, on značajnu pažnju poklanja zagađenju kao opštem problemu. Daje klasifikaciju vrsta zagađenja prema ekonomskom učinku i razmatra vezu između zagađenja i ekonomskog razvoja. On dovodi u pitanje tezu da ekonomski rast i tehnološki razvoj nužno dovode do povećanja zagađenja i da funkcionisanje tržišta samo po sebi automatski razrešava odnos između razvoja i zaštite životne sredine.

Kako bi što preciznije pojasnio pojam eksternalija, autor prethodno razmatra pojam životne sredine i njenu ekonomsku ulogu. Životna sredina, s jedne strane, predstavlja osnovnu pretpostavku egzistencije čoveka, pa samim tim i njegovih delatnosti, uključujući ekonomsku, a s druge, ona determiniše ekonomski sistem u smislu da predstavlja prostor za odlaganje ostataka ekonomske aktivnosti (funkcija deponije), ali je istovremeno i izvor sirovina i energije neophodnih za proizvodnju.

Centralno ekonomsko pitanje vezano za zagađivanje životne sredine su eksternalije tj. eksterni ekonomski efekti. Pitanje eksternalija postavlja se u slučaju kada određene ekonomske aktivnosti dovode do različitih uticaja na okruženje, tj. na tzv. susedne ekonomske aktivnosti. Taj uticaj može da bude pozitivan i negativan. O negativnim eksternalijama, sa stanovišta ukupne ekonomske aktivnosti, govori se kada određene aktivnosti prouzrokuju trošak za okruženje. Prema osnovnim postulatima liberalne tržišne privrede, taj trošak ne bi pao na teret onoga ko ga je načinio, ali neko mora da ga plati. Tu se javlja društvo koje teži da uspostavi opštu ravnotežu između koristi i troška, tj. društvenu efikasnost. Dolazi se na teren ekoloških troškova i poreza. Međutim, postavlja se pitanje da li uvođenje Piguovog poreza odnosno principa „zagađivač plaća“ zaista rešava problem. Naime, pokazuje se da je stvarni obim zagađenja u celini sve veći i da se to prenosi kao ekonomski trošak na buduće generacije, bez obzira što se na izgled trenutno postiže ravnoteža između nivoa eksternih troškova i ekološke cene.

Pored toga što ističe značaj javnog regulatornog mehanizma, autor smatra da nema spora oko toga da li

je tržište potrebno kada su u pitanju eksternalije. „Ono je neophodno radi ekonomske, pa i ekološke efikasnosti i traženja alternativnih tehnoloških rešenja za probleme eksternalija, kako to već nalažu tržišni signali i tržišne informacije, odnosno sistem relativnih cena“. Dati su primeri na tragu Kouzove teoreme koja počiva na postavci da problem negativnih eksternalija može da se reši ukoliko postoje slobodne pregovaračke okolnosti između zagađivača, s jedne strane, i tzv. „susednih“ subjekata koji trpe negativne posledice zagađenja, s druge strane.

Primer da ekološka održivost nije samo problem i trošak, već da istovremeno predstavlja i poslovnu šansu, predstavlja sistem poslovnog upravljanja zasnovan na principima ekološkog menadžmenta. Autor se bavi propisima i standardima ekomenadžmenta koji se u međunarodnoj poslovnoj zajednici već široko prihvaćeni, konstatujući da je Srbija u tom domenu na samom početku.

Treći deo monografije pod nazivom „Životna sredina i održivo korišćenje resursa“ bavi se uglavnom prirodnim resursima i prirodnim kapitalom i pitanjem njihovog održivog korišćenja. Dajući klasifikaciju prirodnih resursa na obnovljive, stalne i neobnovljive, autor po-

sebnu pažnju poklanja ekonomiji obnovljivih resursa. Definišući obnovljive resurse kao činioce proizvodnje koji se upotrebljavaju i troše, ali koji se nadoknađuju prirodnim procesima, autor ukazuje na ograničenja obnovljivosti resursa koja su vezana za čoveka – „ako se zloupotrebljavaju odnosno upotrebljavaju preko mere koju priroda može da podnese i regeneriše ih u dovoljnoj količini“. Posebno je istaknuta opasnost od „slobodnih jahača“ koji, imajući neometan pristup nekom prirodnom resursu, teže da izbegnu plaćanje prirodne rente odnosno da snose pune troškove eksternalija.

Postavlja se pitanje odnosa između neprestanog rasta ljudske populacije i ograničenih prirodnih resursa odnosno da li rastuće potrebe ljudi mogu da budu zadovoljene mogućnostima prirodnih resursa. Ekološki pristup održivosti zahteva da zadovoljavanje potrošačkih potreba sadašnjih generacija ne dovodi u pitanje globalni i lokalne ekosisteme kao nasleđe budućih generacija. „Nije dovoljno da nam tehnologija ponudi alternativna rešenja kojima bismo neobnovljive resurse supstituisali obnovljivim i tako prirodni kapital u celini zamenili stvorenim. Neophodna je takva elastičnost ekosistema koja bi u nasleđe novim genera-

cijama ostavila dovoljno stabilne prirodne uslove i resurse otporne na tekuće promene.“

Sa stanovišta ekonomije ekster-nalija, prirodni kapital predstavlja jedan od proizvodnih faktora koji donosi određeni prihod. Postavlja se pitanje kolika je cena upotrebe tog faktora. Renta na resurse pokazuje se kao najveći problem održivosti. „Amortizacija“ prirodnog kapitala mora da se izračuna i nadoknadi. Međutim, tu se javljaju tri problema: problem procene, problem diskontne stope i nešto što autor naziva problem „preciznosti durbina“, u smislu (ne)mogućnosti preciznog sagledavanja budućnosti iz svih uglova. Bez obzira što su određene ekološke posledice i štete upotrebe elemenata prirodnog kapitala nemerljive sa stanovišta današnje ponude i tražnje, neophodno je naći način da se one vrednuju i izmere novcem, kao i svaka druga ekonomska vrednost. Problem se posebno komplikuje kada se imaju u vidu ne samo nacionalna javna dobra, već i globalna ekološka dobra. Kod njih teret troškova podnosi jedna zemlja, dok koristi imaju svi.

Četvrti deo monografije pod nazivom „Bazni resursi i životna sredina – svet i Srbija“ mogli bismo nazvati „ekološkim“ jer daje obilje informa-

cija o baznim resursima koje Srbija poseduje, kao i o stanju u kome se oni nalaze sa stanovišta održivosti. Većina naših stručnjaka smatra da je stanje životne sredine u Srbiji izrazito loše, kao i perspektive njene zaštite. Profesor Đukić ističe da glavni uzročnik takvog stanja nisu prirodni faktori degradacije životne sredine, kao u nekim drugim zemljama, već da je u pitanju delovanje ljudi. Zaoštavanje Srbije u politici zaštite životne sredine vezano je za kasno donošenje zakona, njihovu neusaglašenost i, iznad svega, njihovu lošu primenu. Jedina svetla tačka, kako pokazuju istraživanja javnog mnjenja je promena ekološke svesti ljudi. Otuda se i preporuke autora za unapređenje percepcije i stanja životne sredine u Srbiji odnose na tri glavne grupe aktivnosti: primenu ekoloških zakona u celini i neprestano unapređivanje regulative, prelazak na ekonomske instrumente zaštite životne sredine u što većoj meri i ekološko obrazovanje u skladu sa principima i praksom ekološki naj-svesnijih zemalja.

Veliki prostor u monografiji posvećen je raspoloživosti, ugroženosti i održivom korišćenju baznih resursa: vode, vazduha, zemljišta i tla, kao i energetici. Brojni su alarmantni podaci vezani za ove resurse. Sa-

mo 22 % svetske populacije pije ispravnu vodu. U Srbiji, 29 % uzoraka iz sistema vodosnabdevanja ne zadovoljavaju fizičke, hemijske ili mikrobiološke standarde. Stanovnik Srbije troši dnevno 350 litra vode, dok npr. stanovnik Amerike troši 250 litara na dan. Industrija u Srbiji je najveći zagađivač vodotokova. Tri četvrtine opština nema nikakav uređaj za prečišćavanje voda. Pred Srbijom stoje veliki izazovi u zaštiti njenih vodotokova, kako zbog stanovništva, tako i zbog budućeg privrednog razvoja. Profesor Đukić predlaže čitav niz instrumenata koje država može da upotrebi u cilju popravljavanja stanja vodotokova i vodosnabdevanja Srbije u budućnosti.

Vazduh u Srbiji takođe je izložen prekomernom zagađenju. Najveći zagađivači su termoelektrane, toplane, rafinerije, hemijska i metalurška postrojenja. Autora naročito zabrinjava činjenica što su javno dostupne informacije o vrednosti zagađenja veoma neažurne i neprecizne. On predlaže tri grupe mera koje bi vodile ka adekvatnom upravljanju kvalitetom vazduha: ekonomske, organizacione i tehnološke.

Tlo i zemljište imaju višestruki značaj za održivi razvoj, ne samo kao bazni resurs za razvoj poljoprivrede i proizvodnju hrane, već i kao

prirodni kapital odakle potiču drvo, nafta, minerali i ostala dobra koja se vade iz zemlje. Poljoprivreda, građevinarstvo i rudarstvo su grane koje najviše doprinose degradaciji zemljišta i time uzrokuju visoke ekološke troškove. Ne sme se zaboraviti da je zemljište ograničen i sve oskudniji, pa time i sve skuplji resurs. Autor ističe niz problema koje Srbija ima vezane za zagađenje i degradaciju zemljišta: gubitak i oštećenja zemljišta kao posledica rada industrije, rudarstva, energetike i saobraćaja, smanjenje organske materije zemljišta, kiselost i slanost zemljišta, razni oblici zagađivanja zemljišta i eolska i vodna erozija. Održivo upravljanje zemljištem zahteva koordinaciju niza aktivnosti vezanih za korišćenje i održavanje zemljišta i saradnju države s drugim segmentima društva koji prate stanje životne sredine.

Održivost energetike u kontekstu održivog razvoja pitanje je koje je prepoznato relativno kasno, ali danas se energija nalazi u fokusu svih rasprava, kako stručnih, tako i političkih. Da li će je biti i koliko će koštati? Kada je reč o klasičnoj energetici, poznata se njena ograničenja vezana, s jedne strane, za sve veću cenu upotrebe tih goriva, a s druge, limitirane količine za potrošnju zbog

zagađenja, neobnovljivosti i uticaja na globalne klimatske promene. Danas su strateško opredeljenje većine zemalja obnovljivi izvori energije: sunce, vetar, geotermalni izvori, biomasa itd. Autor detaljno analizira kapacitete niza obnovljivih vidova energije, uočavajući njihove prednosti, ali i nedostatke. Odgovor na pitanje da li neobnovljivi („prljavi“) izvori ili obnovljivi („zeleni“) nije jednoznačan. „Oslanjanje na klasične izvore je nužno, ali nikako ne i opravdano ili održivo kako se to danas u najvećoj meri radi“, smatra profesor Đukić. U tom kontekstu, izuzetno je važno i pitanje energetske efikasnosti kao jedna od mera održivosti.

Što se tiče stanja energetike u Srbiji i njene održivosti, autor smatra da je došlo do minimalnih pomaka, ali da je još daleko od uspostavljanja koncepta i prakse održive energetike. Srbija ima nisku energetske efikasnosti koja čak i opada. Učešće obnovljivih izvora energije, prema standardima EU (bez velikih hidroelektrana), manje je od 2 %. Električna energija je, pod uticajem populističke politike, relativno jeftina, postoji monopol, visoki su troškovi i gubici, vlada korupcija. Da li Srbija ima održivu energetske budućnost zavisi od toga koliko će energija koja se proizvodi kod nas biti čistija,

efikasnija i u većoj meri obnovljiva i perspektivna. Srbija mora da menja strukturu proizvodnje i potrošnje energije. Dajući osnovne elemente poželjne energetske strategije Srbije, autor ne smatra da je izvesno da će scenario održive energetike prevladati, ne samo kod nas, već ni na globalnom nivou.

Poslednje poglavlje monografije „Politika i institucije održivog razvoja“ na izvestan način zaokružuje odgovor na pitanje iz naslova knjige: utopija ili šansa za Srbiju. Politika, kao delatnost koja presudno utiče na sva dešavanja i na život svih ljudi, presudna je i za realizaciju principa i ciljeva održivog razvoja. Ono što je novo je da politika više nema samo klasičnu dimenziju vlasti, već to postaje „svaka aktivnost usmerena ka društvenoj potrebi i zajedničkim interesima ljudi“. To je, možda, najvidljivije u domenu ekologije. Ljudi su počeli sami da se udružuju i preduzimaju određene aktivnosti, ne samo da bi uticali na državu, već da bi nešto učinili i sopstvenim snagama. Sve to je dovelo do toga da je formisanje ekološke politike postalo nezaobilazni deo nacionalnih i globalne strategije održivosti.

Održivost se često razmatra u kontekstu globalizacije, odnosno antiglobalističkih stavova. Ekolozi i

antiglobalisti bi rekli da su globalizacija i održivi razvoj nespojivi, međutim taj odnos nije tako jednostavan. Bez obzira na brojne izazove vezane za globalizaciju, ona doprinosi širenju znanja, inovacija, uklanjanja prepreke međunarodnoj saradnji. Autor, s pravom, ističe da u dogledno vreme nema alternative slobodnom tržištu i međunarodnoj razmeni jer se rast privrede zasniva na slobodnom preduzetništvu.

Dobru vladavinu odnosno kvalitet institucija profesor Đukić vidi kao jedan od presudnih faktora koji utiču na održivost. Smatra da su upravo institucije te koje čine razliku između uspešnih i neuspešnih zemalja, ukoliko su sve ostale okolnosti slične. Što se tiče srpskih institucija, autor veliku pažnju poklanja njihovom urušavanju kao ključnom faktoru lošeg poslovnog ambijenta u Srbiji. On je izložio kritičkoj analizi „novi“ model ekonomskog rasta i razvoja Srbije do 2020. godine, izražavajući sumnju u mogućnost realizacije tako ambicioznih planova. On ističe da je Srbija tokom poslednje decenije imala vlade koje su vodile nedoslednu i protivurečnu ekonomsku politiku koja se nije zasnivala na strukturnim promenama i otuda u Srbiji nije vođena održiva ekonomska politika. Propuštena je šansa koja se

pružila nakon 2000. godine prilikom prilivom stranog kapitala i privatizacijom. Profesor Đukić smatra da je do 2020. godine prosečna stopa rasta do 4.5 % godišnje maksimalno što može da se očekuje, pod postojećim uslovima, što bi značilo da bi tek 2017. godine Srbija dostigla nivo iz 1989. godine. Po njemu, to „uopšte ne bi bio skroman učinak, naročito ako bi se zasnivao na ekonomski zdravim i održivim osnovama“.

U uređivačkom smislu, ova monografija je koncipirana u dobrom maniru udžbenika iz razvijenih zemalja, sa nizom osenčenih boksova u kojima su dati primeri iz prakse, kao i specifična zapažanja autora vezana za životnu sredinu. Na kraju, mada ne i poslednje po važnosti, treba istaći da profesor Đukić predaje budućim inženjerima tehnologije, koji će čitajući ovu monografiju imati priliku da saznaju da, pored nesumnjivih prednosti tehnološkog razvoja, treba obratiti pažnju i na njegova ograničenja i uticaj na život na planeti Zemlji.

Mr Jasmina KNEŽEVIĆ

Dr Dragoslav SLOVIĆ, Borislav KNEŽEVIĆ

„FINANSIJSKO VEŠTAČENJE“

Fineks, Beograd, 2010.

Posle 13 godina od prvog izdanja dr Dragoslav Slović, sada i sa Borislavom Kneževićem, diplomiranim ekonomistom, ponovo se obratio stručnoj javnosti sa knjigom *Finansijsko veštačenje*. Posebnost ove knjige proizašla je iz retkog obraćanja domaće stručne i naučne javnosti na temu od značaja za funkcionisanje našeg pravosudnog sistema, upravo u vreme kada se reformiše.

Naime, postupak veštačenja, ima važnu ulogu u svim materijama sudskih postupaka. U nekim slučajevima, naročito u krivičnim postupcima, gotovo je nezamenljiv za utvrđivanje materijalne istine. Funkcionisanje pravosudnog sistema u određenoj je funkcionalnoj zavisnosti od ovog dokaznog sredstva.

I ne samo sudskog. Činjenica da se u upravnim postupcima pred državnim i organima lokalne samouprave nužno angažuju nezavisna stručna lica, stidljivo se probija u

našoj praksi.¹ Uprkos neovlašćenosti za poslove veštačenja i sukoba interesa, naši organi uprave često razmenjuju svoje usluge, bez obzira na sva nezadovoljstva građana. U takvim slučajevima upravni postupak se često završava sudskim.

Bez obzira na značaj poslova veštačenja kao posebnog društvenog interesa, obavljano je 23 godine prema organskom zakonu iz 1987. godine, po slovu i duhu anahronom propisu koji je preživio dva ustava. Sve do 2010. godine kada je konačno usvojen novi Zakon o sudskim veštacima („Službeni glasnik RS“, br. 44/10). Iako moderniji, ovaj zakon nije uspeo da ozbiljnije modernizuje regulaciju poslova veš-

¹ Bez obzira na praksu u evropskom okruženju ili preporukama akademskih krugova. Vid. Jovan Gorčić, Dragomir Ilić, *Priručnik o oporezivanju*, knj. I i II, Proin-kom, Beograd, Niš, 1996., 517 i 182 str.

tačenja, neka pitanja koja su ovde pomenuta ostavio je otvorenim, a obavljanje poslova veštačenja preko pravnih lica još više otežao.

Za laičku javnost veštačenje postaje interesantno samo u ekskluzivnim slučajevima medijskog interesa. Tada se obnovi javni interes za upoznavanjem sa ovom temom, ali se zainteresovanost za ovaj važan posao od javnog interesa brzo izgubi pod pritiskom drugih medijskih događaja. Čak ni unutar sudskog sistema ne postoji organizovana podrška.

Obavljanje poslova veštačenja je od posebnog društvenog značaja, kao što je to, u istom sistemu, posao advokature. Zato je njegova regulacija postavljena tako da se u Srbiji ipak najčešće obavlja individualno i honorarno, kao dopunska delatnost zaposlenih, a najčešće penzionera. Samo u dva grada (Novi Sad i Beograd) su formirana pravna lica u vidu zavoda odnosno udruženja sudskih veštaka.

U obe varijante se postupak veštačenja ne razlikuje značajno. Kao i svaki intelektualni posao, zasniva se

na individualnom radu, s tim što je unutar pravnih lica moguće postići multidisciplinarnost, stalnost i efikasnost, ali zato i povećati cenu, pošto se u sudskoj praksi ne primenjuje Pravilnik o naknadi troškova u sudskim postupcima („Službeni glasnik RS“, 57/03), u delu koji se odnosi na veštačenje. Na njega se inače i u individualnim slučajevima veštačenja sudovi ne pozivaju.²

Poslovi veštačenja su na taj način prepušteni ličnoj odgovornosti veštaka i njihovoj pretpostavljenoj stručnosti. Stari zakon čak nije bio precizirao koja vrsta stručnosti je potrebna da bi se ovaj posao obavljao. Najčešće ga obavljaju lica sa završenim fakultetima. Pojava novih fakulteta koji svojim programima ne obezbeđuju širinu potrebne stručnosti za obavljanje složenog posla veštačenja, nije prepoznata u novom zakonu. U laičkoj javnosti se zato doživljava kao jedan od izvora korupcije, što je i akademska javnost prepoznala.³

U našem pravosudnom sistemu položaj veštaka, određen zakonom,

² Individualni pokušaj dva veštaka u Leskovcu da ponude izrađeni mehanizam za obračun troškova i nagrade za veštačenje u skladu sa ovim i finansijskim propisima nije uspeo, pa je arbitrarnost sudija zadržana i dalje.

³ Boris Begović, *Ekonomska analiza korupcije*, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd, 2007, 532 str. odeljak Korupcija u pravosuđu, str. 417-447.

postavljen je kao pomoćni stručni posao sudu, koji po prirodi svog posla ne raspolaže svim vrstama stručnog znanja (ekonomsko-finansijsko, građevinsko, poljoprivredno, medicinsko, mašinsko ili dr.) potrebnog za odlučivanje. U nekim evropskim zemljama položaj veštaka je postavljen izvan direktne sudske nadležnosti, pa veštačenje naručuju strane u sporu ravnopravno preko svojih veštaka, čija se mišljenja sučeljavaju na sudu. Prema Borisu Begoviću ova situacija umanjuje mogućnost korupcije. Novi Zakon o parničnom postupku daje veći značaj stranama u sporu prilikom predlaganja predmeta i ličnosti veštaka, ali se njihov suštinski položaj nije promenio, jer je posao i dalje usmeren na upotpunjavanje nedostajućih stručnih znanja suda. Delimična promena položaja veštaka je samo povećala nekonzistentnost u sistemu i neopravdana očekivanja stranaka u sporu za jednostranim nalazom.

Sam postupak veštačenja je stručna ocena utvrđenih činjenica ili priloženih dokaza o nekom spornom pitanju. Dakle, veštak u okviru svoje struke ne utvrđuje činjenice već samo daje stručno mišljenje o raspoloživim dokazima. Ukoliko su neki dokazi kondradiktorni, veštak je

prema Zakonu o parničnom postupku dužan da podnese dve obrazložene varijante, a odlučivanje prepusti sudu kroz ocenu prethodnih pravnih pitanja. U svakom slučaju celokupan postupak veštačenja odvija se u skladu sa duhom procesnih zakona i pravilima struke, a sva pravna pitanja i ocena dokaza prepusta se na raspravu stranama u sporu i odlučivanje sudu.

Za različita stručna pitanja sud može angažovati veštake odgovarajuće struke. Posao veštaka je da se kreće samo u okviru svoje struke i kada veštači zajedno sa veštakom druge struke. Jedna od češćih potreba za stručnom pomoću sudu je ekonomsko-finansijsko veštačenje (naročito u privrednoj i krivičnoj materiji). Dragoslav Slović, kao ovlašćeni revizor i sudski veštak, upravo je ovoj vrsti veštačenja posvetio svoje interesovanje i ponudio ga stručnoj i široj javnosti.

U prvom izdanju još iz 1997. Dragoslav Slović je ponudio veštacima ekonomsko-finansijske struke izlaz iz hiperinflacionih i denominacionih tesnaca. To je bila dobra ponuda jer su veštaci često bili prinuđeni da kreiraju sudsku praksu. Posao je izveo izuzetno dobro i stručno, pa je ova knjiga bila važan putokaz finansijskim veštacima u

razrešavanju mnogih dilema. Obilovala je dugačkim serijama statističkih podataka duboko unazad u prošlost, koji se mogu koristiti i danas. Da bi poslužila i običnim građanima, u prilogima su iznete tablice obračuna kroz koje se lako moglo proći bez obzira na sve statističke prelome i denominacije. Radilo se dakle o izuzetno stručnom i korisnom delu.

U međuvremenu su mnoge statističke dileme bile rešene, finansijski veštaci (a i građani) nisu morali više da se vraćaju nazad u predistoriju raznih denominacija, ali je potreba za jednim praktikumom i dalje ostala. Tu je potrebu izgleda delio sa veštacima i Dragoslav Slović pa je sa Borislavom Kneževićem sačinio nastavak, ali u obliku potpuno nove knjige, istog naslova, na čitavih 430 strana, u produkciji istog izdavača (Fineks, Beograd).

Knjiga je podeljena u tri dela. U prvom su izneti stavovi autora o mnogobrojnim stručnim i sudskim procesnim dilemama, u drugom su iznete banke podataka gotovo svih relevantnih statističkih serija kojima se valorizuju potraživanja, da bi se u trećem statistička građa transformisala u metodološki konzistentan mehanizam upotrebe u vidu odgovarajućih obračunskih tablica.

Knjiga je započeta razmatranjima svih pitanja koja se tiču stručnog položaja i ponašanja veštaka u mnogobrojnim i raznovrsnim procesnim situacijama. Obrađeno je preko 30 pitanja. Ona su data na univerzalan način tako da u najvećem delu mogu koristiti veštacima svih struka. Na kraju su obrađena i specifična pitanja ekonomsko-finansijskog karaktera.

Na mnoga pitanja koja smo napred postavili moguće je naći odgovore u ovom delu knjige. Navodimo neke karakteristične i najvažnije.

Za nezavidan položaj veštaka u slučaju nesaglasnosti volje stranaka iskazane u ugovorima i zakonske regulacije, autori predlažu stručni stav veštaka. Ovo zbog toga što naša zakonska regulativa nije usaglašena sa materijalnim propisima koji regulišu ekonomsko-finansijsku oblast. Autori potpuno opravdano i intelektualno pošteno predlažu veštacima da se pridržavaju onoga što najbolje znaju i zbog čega su angažovani – sopstvene struke. Ista preporuka se odnosi i na slučajeve kada treba tumaćiti verodostojne isprave koje su po pravilu u sudskim postupcima nesaglasne jedne sa drugim.

Kada je reč o stručnosti veštaka, autori iznose vrlo nezadovoljavajući stav prema našoj sudskoj praksi sa

kojom su se susreli, navodeći kao primere neke paradoksalne slučajeve. Na jednom mestu kažu: „U Srbiji je čest slučaj da velika zla ugledu pravosuđa nastaju zbog nekompetentnosti i neodgovornosti veštaka“ (str. 16). Naš je stav da su u ovom delu autori bili opravdano oštri prema struci koju predstavljaju knjigom, ali da su konačni zaključak izveli hipertrofirajući značaj veštačenja kao dokaznog sredstva i položaj veštaka u sudskom sistemu.

Naime, veštačenje je samo jedno od dokaznih sredstava a veštaci su samo jedan od (ne)stalnih učesnika u postupku. Prevaliti odgovornost za stanje u pravosudnom sistemu na jednu tako slabu kariku je preterano. Pogotovo što je to karika koja ima najmanju uticaj i zaštićenost u sudskom postupku. Dovoljno je uporediti je sa položajem sudija ili advokata u političkom sistemu zemlje, pa se lako može zaključiti preteranost ovakvog zaključka. Što se tiče odgovornosti i nestručnosti veštaka, prigovore autora treba prihvatiti s potpunom opravdanošću jer u mnogim slučajevima sudski postupak ne samo da može da bude odveden u pogrešnom pravcu nego i nepovratno udaljen od materijalne istine, bez obzira na mogućnosti dopunskih veštačenja preko novih veštaka (što

inače produžuje i poskupljuje postupak). Ne abolira veštake i eventualna nestručnost sudije ili taktička zainteresovanost stranaka u sporu i advokata da na sve moguće načine odbrane sopstvene/njihove interese.

Vrlo su instruktivna izlaganja u onom delu u kojem se razmatra položaj veštaka u odnosu na sam sudski postupak i popunjavanje praznina u njemu. Autori vrlo iskusno preporučuju da se veštaci jasno opredele u odnosu na ponekad nametnuti položaj arbitra između učesnika u postupku. Oni moraju u svakom trenutku da znaju da je njihov stručni rad samo jedno od dokaznih sredstava a da je na sudu da ceni to dokazno sredstvo kao pravnu činjenicu. Zato pravilno preporučuju: „Veštak ne sme da pređe granicu izvođenja dokaza, da ceni izjave i stavove stranaka u sporu, niti da se bavi pitanjem dokazivanja bilo koje vrste u smislu utvrđivanja pravde“ (str. 21), jer se u našoj sudskoj praksi od strane nekih veštaka upravo to dešava.

Takođe su instruktivne preporuke finansijskim veštacima u slučajevima kada treba odlučivati sa stanovišta njihove struke o graničnim slučajevima dobijenih stručnih rezultata. Kada su u situaciji da nemaju jasno ili potpuno preciziran zadatak veštačenja (što je objektivno čest

slučaj jer ga predlažu za ekonomiju nestručna lica), predlažu fundamentalni stav: „Profesionalna savest veštaku nalaže da upozna sudsko veće sa svim slučajevima drastičnog kršenja načela jednakosti davanja, čak i u slučajevima kada oni nisu predmet naloga za veštačenje“ (str. 12). Plediranje za profesionalnošću i poštenjem je stalna karakteristika izlaganja autora.

U slučajevima kada se veštaci ekonomsko-finansijske struke izjašnjavaju zajedno sa veštacima druge struke predlažu profesionalno uvažavanje, a moguća odstupanja rezultata procene vrednosti imovine opredeljuju tolerantnom marginom od $\pm 20\%$. Kada je predmet stručne ocene visina izmakle koristi preporučuju repernu profitnu stopu od 15% koja se smatra prosečnom profitnom stopom na svim regularnim tržištima i koja je u statističkoj vezi sa prosečnom godišnjom stopom zatezne kamate kod nas. Obrađena su i neka pitanja za koja nema odgovarajuće materijalne podloge u našem pravnom sistemu, kao što su: problem definisanja fiktivnog kapitala, problem „bekstva kapitala“, otkrivanje spekulativnih radnji u nivou poštovanja zakona ili zelenaškog kapitala i zelenaških kamata. Problematizova-

vanje ovih tema izvedeno je na profesionalno korektan način i sa očiglednim iskustvom autora.

Narativni deo odeljka oplemenjuje se razmatranjima koja se tiču krupnih i teških pitanja ekonomsko-finansijskog veštačenja, kao što su veštačenja u stečajnom postupku, problem transfernih cena između povezanih pravnih lica i posebno iz ugla odnosa između manjinskih i većinskih vlasnika. Vidljiva je autorova kompetentnost za ovu oblast i spremnost da se ide u susret već nastalim problemima u postupcima privatizacije društvenog kapitala kod nas i nastupajućim problemima korporativnog tranzicionog kapitalizma u koji smo ušli. To je blagovremeno i pravovremeno skretanje pažnje na moguće buduće i velike probleme! Treba se samo setiti javnih događanja oko „antimonopolske komisije“ pa će se razumeti razlog autora da skrenu pažnju stručnoj javnosti na ovu temu.

Prvi deo knjige se završava prikazom metoda obračuna redovnih i zateznih kamata ili revalorizacije potraživanja i obaveza. Radi se o odeljcima koji su obrađivani još u prvoj knjizi iz 1997. i koji su nužni za razumevanje posla veštaka ekonomsko-finansijske struke. A posebno što su osnov na kome su iz-

građene tablice obračuna koje su date u nastavku knjige.

Prvo je prikazan metodološki postupak obračuna nekih važnih finansijskih kategorija bez kojih je gotovo nemoguć rad veštaka finansijske struke. Ovo je posebno važno za veštake početnike koji su prinuđeni da sami stvaraju svoje metodološke postupke, pošto se sa pisanim tuđim iskustvom, do ove knjige, verovatno nisu sreli. Zaiskusne veštake ovo je dobra prilika da provere znanje sa kojim raspolažu ili da ga u svakom trenutku imaju na raspolaganju na jednom mestu i u jednoj knjizi. Za svaku važnu seriju podataka dat je odgovarajući metodološki način obračuna s konkretnim primerima, pogotovo u prelaznim situacijama sa kojima je obilovala političko-ekonomska stvarnost Srbije poslednjih decenija. Na ovom mestu je sačuvana veza s prethodnom knjigom iz 1997. godine, tako da je moguće uspostaviti kontinuirani niz informacija i obračuna. Obračuni su tako izvedeni, i s priloženim i obrazloženim uputstvom za primenu i upotrebu pomoćnih tablica, da omogućuju lako utvrđivanje i razumevanje željenog rezultata. Pored toga što skraćuju postupak, omogućuju i laicima da stignu do istog rezultata bez udublivanja u stručni deo.

Drugi deo knjige se završava prikazom gotovo kompletne banke statističkih podataka koji se u ekonomsko-finansijskom postupku veštačenja koriste u nas. Iznete su sledeće povezane statističke serije podataka koje sežu dalju u prošlost:

- devizni kursevi svih važnijih valuta po godinama od 1988. do 1999. godine, a po mesecima od 2000. do početka 2010. godine,
- dnevni kurs nemačke marke (i američkog dolara) od 1990. do 2001. godine, kako kursa NBJ tako i tržišnog („crnog“); a od 2002. godine pa do početka 2010. godine dat je i kurs evra,
- godišnje i mesečne stope rata cena na malo u periodu od 1975-2010. godine, a za periode posle 1988. godine i mesečne stope rasta cena proizvođača industrijskih proizvoda i potrošačkih cena (za eventualne potrebe građevinskih veštačenja), kako za Jugoslaviju i SRJ tako i za Srbiju posebno,
- pregled svih denominacija dinara u Jugoslaviji i Srbiji od 1965. do danas,
- pregled svih stopa zatezne kamate po periodima važenja od 1982. godine pa do vremena zaključenja teksta knjige (mart 2010. godine), sa periodima primene i broja službenog lista/glasnika u kojima

su zvanično objavljeni (a radi poređenja i dopune na prethodnim stranama 50. i 51. je već dat pregled zateznih kamata za neblagovremena plaćanja javnih prihoda od 1994. pa do kraja 2009. godine),

- pregled svih eskontnih stopa NBJ i NBS od 1998. do 2010.g. (radi komparacije i za potrebe veštačenja dužničko-poverilačkih odnosa sa elementom inostranosti na str. 53 date su i sve referentne kamatne stope Evropske centralne banke od 2002. pa do 2010.g.).

Banka podataka je impozantna i zahvata obim knjige od 81. do 156. strane. Za eventualno dublje vraćanje u prošlost preporučujemo knjigu iz 1997. godine. Sistematičnost autora je očigledna, kao osobina koja je neophodna za obavljanje poslova ekonomsko-finansijskog, ili bilo kog drugog, veštačenja. Za laičku javnost ovo je takođe „rudnik“ iz koga nesmetano može da crpi podatke za svoje lične upotrebe i razne životne ekonomske situacije.

U poslednjem delu knjige (od 159. do 432. strane) u tabelama su prikazani svi zbirni dnevni konformni koeficijenti za stope rasta cena na malo, stope zateznih kamata, kao i za stope zatezne kamate na neblagovremeno plaćene javne priho-

de, iz napred navedenih perioda. U skladu sa već datim objašnjenjima u početku knjige, uspostavljena lančana dnevna veza između svih koeficijenata (koja je zahvatila i sve denominacije), omogućuje da se svako novčano potraživanje ili obaveza, za bilo koji potperiod, obračuna jednostavnom deobom dva koeficijenta za odgovarajuće datume dospelosti i datume plaćanja. Skraćivanje teškog posla veštaka ekonomsko-finansijske struke ovim je omogućeno, a laičkoj ili zainteresovanoj javnosti stvoren instrumentarijum provere njihovog rada.

Iz iznetog se lako zaključuje da je stručnoj javnosti predata na uvid knjiga posebne važnosti. Njena praktična dimenzija je od posebne vrednosti ne samo za poslove ekonomsko-finansijskog veštačenja i reformisano sudstvo u nas, već i za neutralnu stručnu javnost. Lično iskustvo autora ovog prikaza, koji je sudski veštak, izuzetno je pozitivno, pa ovim prikazom pokušava da ga podeli s javnošću. Pogotovo što se radi o stručnoj oblasti u kojoj manjkaju pisana razmena iskustava.

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 zagrada, 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**