

UNIVERZITET SINGIDUNUM



**Departman za
poslediplomske studije**

MASTER STUDIJE

STUDIJSKI PROGRAM: POSLOVNA EKONOMIJA

MASTER RAD

**KAPITALNE TRANSAKCIJE SA INOSTRANSTVOM U
USLOVIMA SVETSKE EKONOMSKE KRIZE**

Mentor:

Prof. dr Budimir Stakić

Student:

Jasmina Josić 400246/11

Beograd, oktobar 2013.

SADRŽAJ

UVOD.....	3
I SPOLJNO-TRGOVINSKO I DEVIZNO POSLOVANJE.....	7
1. Pojam spoljne trgovine	7
1.1. Uloga i značaj spoljne trgovine	9
1.2. Devizno poslovanje	10
II KAPITALNE TRANSAKCIJE SA INOSTRANSTVOM.....	12
2. Pojam i vrste kapitalnih transakcija	12
2.1. Direktne investicije	13
2.1.1. Značaj stranih ulaganja	17
2.1.2. Strana ulaganja u Srbiji.....	18
2.2. Ulaganja u nepokretnosti.....	21
2.3. Ulaganje u hartije od vrednosti	22
2.4. Poslovi sa finansijskim derivatima.....	24
2.5. Ulaganje u investicione i dobrovoljne penzione fondove	26
2.6. Kreditni poslovi sa inostranstvom.....	30
2.6.1. Subjekti kreditnih poslova	31
2.6.2. Kupovina potraživanja rezidenata	32
2.6.3. Finansijski krediti	33
2.7. Garancijski poslovi.....	36
2.7.1. Pojam i vrste bankarskih garancija	37
2.8. Depozitni poslovi	39
2.9. Poslovi po osnovu ugovora o osiguranju	40
2.10. Jednostrani prenos sredstava plaćanja.....	41
III BEOGRADSKA BERZA.....	42
3. Poslovi berze	44
3.1. Članstvo na berzi	45
3.2. Trgovanje na Berzi	47
3.3. Postupak nadzora i kontrole nad članom Berze	47
IV OKVIR AKTUELNE SVETSKE EKONOMSKE KRIZE	49
4. Uzroci krize.....	50

4.1. Sistemski okvir krize.....	53
4.1.1. Ponašanje agencija za kreditni rejting	55
4.1.2. Sukob interesa i lobiranje	57
4.1.3. Laki kreditni uslovi.....	58
V EFEKTI I POSLEDICE SVETSKE EKONOMSKE KRIZE	61
5. Posledice krize	62
5.1 Posledice krize na svetsku razmenu	64
5.2. Uticaj krize na finansijska tržišta	67
5.3. Uticaj krize na bankarski sektor	69
5.4. Uticaj krize na međunarodno kretanje kapitala.....	71
5.5. Efekti krize na Srbiju.....	73
5.5.1. Pad izvoza i uvoza	76
5.5.2. Uticaj svetske ekonomske krize na priliv SDI.....	78
ZAKLJUČAK	81
LITERATURA.....	84

UVOD

Razlozi zbog kojih države učestvuju u međunarodnoj trgovini su brojni. Ključni faktor koji ima uticaj je i tehnologija. Takođe, poznato je da se države međusobno razlikuju po mnogim obeležjima. Te razlike mogu da se iskoriste za specijalizaciju onih aktivnosti, koje relativno najuspešnije obavljaju. Tu dolazi do međuzavisnosti, jer su ljudi u boljem položaju kada se specijalizuju u proizvodnji i kada trguju sa drugima.

Međunarodno kretanje kapitala ima jednu od krucijalnih, suštinskih uloga u ekonomskom razvoju, povećanju ekonomske stabilnosti u jednoj zemlji. Naravno da u svim mogućim analizama, jedan od ključnih faktora koji destabilizuje investicije, koji ih udaljava od pojedinih zemalja, jeste politička stabilnost, odnosno politička nestabilnost. Svaki doprinos političkoj stabilnosti jeste, u stvari, doprinos stranim investicijama. Svaki doprinos stranim investicijama, direktnim investicijama u privredu zemlje, jeste doprinos ekonomskom rastu i povećanju broja radnih mesta.

Kriza koja je 2008. godine počela da se širi na teritoriji SAD-a, kasnije se proširila na ceo svet. Mnogi ekonomisti današnju svetske krizu vezuju za finansijsku krizu nastalu u SAD-u. Naime, u SAD-u je tzv. finansijska kriza eskalirala u ekonomsku krizu, koja se proširila u druge delove sveta. Ekonomska recesija je danas zahvatila ekonomije većine zemalja, bez obzira na njihovu razvijenost.

Svetska kriza, koja je zahvatila tržište nekretnina SAD-a, finansijski sistem i privredu SAD-a, nastala je kao posledica vođenja neodgovorne poslovne politike nadležnih državnih institucija za kontrolu finansijskog tržišta i nestručnosti u radu rejting agencija, i slabosti u oblasti finansijske kontrole i regulative u SAD-a. Izvor pomenutih slabosti potiče od ideje o neograničenoj liberalizaciji finansijskih tržišta, sa minimalnom regulativom i slabom kontrolom poslovanja investicionih banaka i fondova. Inicijalna pretpostavka da će veliki institucionalni investitori, koji su uživali povlašćeni tretman kod regulatornih tela, odgovorno i u skladu sa dobrom praksom korporativnog upravljanja da štite interese svojih vlasnika, pokazala se pogrešnom i krajnje štetnom.

Može se reći da je fundamentalni problem finansijskog sistema i njegovog kraha, bila slaba kontrola kreditnih plasmana banaka i finansijskih posrednika od strane Sistema saveznih rezervi – FED-a (*Federal Reserve System*). Upravo, nedostatak adekvatne kontrole, dao je prostor depozitno-kreditnim institucijama da izdaju hipotekarne kredite, koji nisu iziskivali veliku proceduru i kontrolu.

Predmet istraživanja

Predmet istraživanja ovog rada jeste analiza kapitalnih transakcija sa inostranstvom u uslovima svetske ekonomske krize. Polazište ovog rada je da, polazeći od prirode kapitala, danas se često ističe da međunarodnom ekonomijom više upravljaju ulaganja kapitala nego trgovina. Predmet ovog rada je sagledavanje, analiziranje i kritičko preispitivanje kapitalnih transakcija sa inostranstvom u uslovima svetske ekonomske krize i načina na koji se one odvijaju. U okviru predmeta rada se razmatra širi kontekst aktuelne svetske krize, jer iako je začetak krize bio u Sjedinjenim državama, zbog velike međunarodne izloženosti i državne međuzavisnosti, kriza se širila, zahvativši kompletnu svetsku ekonomiju. Shodno tome u svetu raste svest da se tekuća kriza finansijskog sistema ne može rešiti pojedinačnim odgovorima na nacionalnom, već samo naporima na globalnom nivou.

Značaj i aktuelnost istraživanja

Praktičan značaj ovog rada ogleda se u pokušaju da se međunarodne kapitalne transakcije involviraju u dobre prakse i poželjne aspekte odvijanja kapitalnih transakcija u uslovima svetske ekonomske krize. Značaj i doprinos ovog rada je da se na osnovu teorijskih dostignuća vodećih autora u oblasti spoljnotrgovinskog poslovanja razmotre faktori koji utiču na efikasnost, brzinu i uspešnost transakcija međunarodnog kapitala.

Aktuelnost ovog istraživanja ogleda se i u produbljivanju znanja o svim pitanjima koja su u vezi sa predmetom istraživanja na nivou naučne deskripcije kao i stvaranja mogućnosti za dalja istraživanja iz ove oblasti.

Ciljevi istraživanja

Cilj rada je da ukaže da međunarodno kretanje kapitala poravnava realne i finansijske suficite i deficite u pojedinim delovima svetske privrede.

Naučni cilj rada jeste naučna deskripcija i analiza. Naučni cilj rada se odnosi na naučnu deskripciju kapitalnih transakcija sa inostranstvom u uslovima svetske ekonomske krize. Veliki broj domaćih i stranih autora se bavio izučavanjem uzroka i posledica svetske finansijske krize, stoga je ovaj fenomen prilično istražen.

Društveni cilj ovog rada jeste da se postigne korisnost i praktična dimenzija rada i da se izvrši određeni uticaj na sve one koji su potencijalni čitaoci rada, a koji se bave ovom problematikom u praksi.

Hipoteze istraživanja

U okviru naučno-istraživačkog rada polazi se od hipoteza koje će biti testirane u samom radu.

Generalna hipoteza od koje polazi ovo istraživanje glasi:

Privredna aktivnost ni jedne zemlje u svetu ne može normalno da se odvija, ukoliko u nju nije uključeno i međunarodno kretanje kapitala, kako u korišćenju, tako i plasiranju kapitala.

Posebne hipoteze:

- H1: Strana direktna ulaganja privatnog kapitala smatraju se povoljnim, jer stvaraju korisne proizvode i usluge, radna mesta, prihode i profit.
- H2: Priliv kapitala, sa stanovišta zemlje u razvoju i zemlje u tranziciji, motivisan je potrebom za svežim kapitalom, bez čije aktivne upotrebe nije moguće pokrenuti razvoj.
- H3: Svetska kriza je posledica loše interakcije regulatornih propisa i državnih programa;
- H4: pucanje balona na tržištu nekretnina u SAD-u je prouzrokovalo velike gubitke banaka, što je podstaklo izbijanje finansijske krize;
- H5: posledice aktuelne finansijske krize su se iz SAD-a, prelile na celokupnu svetsku ekonomiju, a posebno na međunarodno kretanje kapitala.

Metode istraživanja

Metode istraživanja u ovom radu određene su predmetom i ciljem istraživanja, kao i polaznim hipotezama. Tokom istraživanja primenjeno je više metoda za prikupljanje podataka. Teoretsko istraživanje (*Desk research*) zasniva se na pregledu relevantne literature iz oblasti međunarodnog finansijskog i bankarskog poslovanja i spoljnotrgovinskog i deviznog poslovanja. Pri izradi rada upotrebljena je raspoloživa domaća i inostrana stručna literatura za proučavanje teorijskih osnova i nadgradnje, adekvatne problematici ovog rada. Literatura je korišćena u meri, neophodnoj za teorijski prikaz pojma i značaja kapitalnih transakcija sa inostranstvom.

Uzimajući u obzir specifičnost i složenost predmeta master rada, u radu su korišćene različite metode sa ciljem da se zadovolje osnovni metodološki zahtevi – opštost, pouzdanost, objektivnost i sistematičnost. Osnovne analitičke i sintetičke metode (analiza, sinteza, indukcija, dedukcija i generalizacija) primenjene su za prikupljanje podataka o kapitalnim transakcijama sa inostranstvom, kao i eventualnim problemima. Metoda teorijske analize primenjena je u proučavanju dosadašnjih teorijskih saznanja i najnovijih empirijskih nalaza o kapitalnim transakcijama. U dokazivanju postavljenih hipoteza primenjuju se i opštenaučne metode, i to posebno hipotetičko-deduktivna metoda i statistička. U prikupljanju podataka primenjene su i posebne metode i to metoda studije slučaja (*case study*).

Struktura rada

Polazeći od cilja i predmeta istraživanja, kao i od očekivanih rezultata, rad je koncipiran u tri dela, koji zajedno sa zaključkom čine skladnu celinu.

U prvom delu rada pod nazivom *Spoljnotrgovinsko poslovanje* govori se o karakteristikama spoljne trgovine, njenoj ulozi i značaju, kao i o deviznom poslovanju.

U drugom delu rada, koji nosi naslov *Kapitalne transakcije* u cilju sveobuhvatnog prikazivanja suštine značaja kapitalnih transakcija i uopšteno međunarodnog kretanja kapitala, dat je pregled vrsta kapitalnih transakcija, sa posebnim naglaskom na direktne investicije, ulaganja u nepokretnosti, ulaganje u hartije od vrednosti, poslove sa finansijskim derivatima, ulaganja u investicione i dobrovoljne penzione fondove, kreditne poslove sa inostranstvom, garancijske poslove, depozitne poslove, poslove po osnovu ugovora o osiguranju i jednostrane prenose sredstava plaćanja.

Treći deo rada pod nazivom *Beogradska berza* predstavlja analizu poslovanja i trgovanja na ovoj berzi.

Četvrti deo rada pod nazivom *Okvir aktuelne svetske ekonomske krize* odnosi se na karakteristike svetske finansijske krize i posvećen je definisanju uzroka ekonomskih kriza, kao i smernicama za njihovu identifikaciju. U ovom delu rada analiziraju se uzroci aktuelne svetske finansijske krize sa posebnim akcentom na propustima u radu regulatornih tela Sjedinjenih država.

U petom delu rada pod nazivom *Efekti i posledice svetske ekonomske krize* analiziraju se tendencije u svetskoj privredi, odnosno posledice aktuelne svetske ekonomske krize sa akcentom na Republiku Srbiju.

Poslednji deo rada predstavlja iznošenje osnovnih zaključaka rada.

I SPOLJNO-TRGOVINSKO I DEVIZNO POSLOVANJE

Faktorima razvoja spoljne trgovine bavili su se mnogi svetski mislioci. Tražen je odgovor na pitanja: zašto zemlje međusobno razmenjuju robe i usluge; šta ko kome izvozi i po kojim cenama; zašto se zemlje specijalizuju za određenu strukturu proizvodnje i razmene; kakav je uticaj spoljne trgovine na stvaranje bogatstva (welfare) i kakve su implikacije spoljne trgovine na domaću privredu. Putem permanentnog rasta razmene roba i usluga, međunarodnog kretanja novca i kapitala, sve zemlje u savremenom svetu se sve više povezuju i postaju međuzavisne kao nikad ranije. "To dovodi do sve većih i češćih promena u međunarodnim ekonomskim odnosima, odnosno do ekonomske i valutne nestabilnosti i kriza u odnosima između pojedinih zemalja i regiona u svetu."¹

Poznavanje spoljnotrgovinskog i deviznog poslovanja uslov je ukupnog uspeha preduzeća izraženog u dohotku i profitu. Obuka stručnjaka za ovu oblast više je nego ekonomski korisna i profitabilna. To je garancija da će naši poslovni ljudi u kontaktima sa inostranim partnerima znati i umeti da obezbede najoptimalnije uslove za obavljanje spoljnotrgovinskih poslova.

1. Pojam spoljne trgovine

Spoljna trgovina (*international trade*) podrazumeva da se trgovina obavlja između subjekata dve ili više država, a kao sredstvo međusobnih plaćanja koriste se međunarodne konvertibilne valute. Međunarodna trgovina podrazumeva da je jedan subjekt trgovine u jednoj državi (izvoz), a drugi subjekt u drugoj državi (uvoz). Stoga je međunarodna trgovina opterećena merama trgovinske politike kao što su carine, kvote, dozvole, devizna kontrola.

Spoljnotrgovinski poslovi su poslovi međunarodnog prometa robe, usluga i intelektualne svojine, ugovoreni između pravnih lica sa sedištem u različitim zemljama.²

Spoljna trgovina predstavlja promet robe i usluga u kome se razmena obavlja između subjekata raznih zemalja tako što predmet kupoprodaje prelazi carinsku liniju i teritoriju zemlje prodavca (izvoz) ili zemlje kupca (uvoz), a na osnovu zaključenih pismenih spoljnotrgovinskih ugovora.³

¹ Vukmirica V. (2000) Svetska trgovinska politika i tržišta, PS Grmeč – Privredni Pregled, Beograd, str. 24.

² Kozomara J. (2012) Osnove međunarodnog poslovanja, Ekonomski fakultet Beograd, str. 21.

³ Unković M., Stakić B. (2011) Spoljnotrgovinsko i devizno poslovanje, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 2.

Spoljna trgovina se obavlja na osnovu zakona koji se izražavaju u uredno zaključenim pismenim spoljnotrgovinskim ugovorima. Prema Zakonu o spoljnotrgovinskom poslovanju R Srbije "spoljnotrgovinski promet je promet između domaćih i stranih lica koji se obavlja na osnovu ugovora zaključenih u skladu sa domaćim propisima i međunarodnim ugovorima".⁴ Po istom Zakonu spoljnotrgovinsko poslovanje je spoljnotrgovinski promet robe i usluga i obavljanje privrednih delatnosti stranog lica u Republici Srbiji i domaćeg lica u drugoj državi ili carinskoj teritoriji. Obavljanje privrednih delatnosti obuhvata direktno ulaganje kapitala i investicione radove stranog lica u Republici Srbiji i domaćeg lica u drugoj državi ili carinskoj teritoriji.

Pored spoljnih tržišta (tržišta bilo koje zemlje u svetu van svoje matične zemlje) postoji i svetsko tržište. To je tržište na kome se spajaju ponuda i tražnja iz svih zainteresovanih zemalja sveta. Na njemu vlada najrigoroznija konkurencija i postižu se svetski uslovi kupoprodaje u koje spadaju svetski kvalitet, cene, uslovi i način plaćanja, rokovi isporuka, i sl. Najbolji primer za svetsko tržište su svetske berze robe, usluga, deviza, novca i kapitala, kao i međunarodne licitacije na kojima sve zainteresovane zemlje u svetu mogu nuditi robu pod istim uslovima.

Spoljna ili međunarodna trgovina obuhvata obavljanje raznih transakcija kao na primer: kretanje robe, saobraćajne usluge, putovanja (turizam), ostale usluge i prihode, odnosno tekući odliv sredstava na bazi investicija u inostranstvu. Ovde ne spadaju unilateralni transferi u vidu poklona i pomoći, investicija u inostranstvu (dugoročno kretanje kapitala) i kretanje zlata. Kod niza zemalja spoljnotrgovinski robni promet i transport sa osiguranjem, kao i turistički promet uključuju se u "spoljno-trgovinski bilans."

Pored dobara, spoljnotrgovinska razmena obuhvata i niz proizvodnih i neproizvodnih usluga (saobraćaj, turizam, investiciono-građevinske radove, bankarske usluge, naučno-informativne usluge, konsalting i sl.), kao i međunarodni promet tehnologije, deviza - novca i kapitala, te međunarodno kretanje radne snage. Spoljnotrgovinsko poslovanje obezbeđuje onaj deo nabavke i prodaje koji prelazi granice jedne zemlje i realizuje se kroz izvoz i uvoz sa drugim zemljama.

⁴ Zakon o spoljnotrgovinskom poslovanju, Službeni glasnik Srbije br 36/2009

1.1. Uloga i značaj spoljne trgovine

Uloga i značaj spoljne trgovine ogleda se u sledećem:⁵

- spoljna trgovina omogućava da se na spoljna tržišta plasiraju viškovi i kupe (popune) manjkovi u robi, uslugama, novcu, kapitalu, tehnologiji i sl.;
- spoljna trgovina dopunjuje asortiman proizvoda i usluga i omogućuje kvalitetnije zadovoljavanje ljudskih potreba - reprodukcioni i potrošačkih;
- spoljna trgovina omogućava postizanje povoljnijih uslova razmene (cenu), nego ako se prodaje samo na domaćem tržištu;
- spoljna trgovina usmerava proizvođače na primenu svetskih kriterijuma i standarda vrednovanja proizvodnje i najsavremenijeg tehnološkog progresa;
- spoljna trgovina omogućava stalnu komunikaciju sa svetom od opšteg pozitivnog uticaja na obuku kadrova, i proširivanje znanja kroz upoznavanje kultura i običaja drugih naroda i zemalja.

Spoljna trgovina ostvaruje značajne zadatke u okviru nacionalne privrede. Kroz plasman viškova i uvoz deficitarnih proizvoda - usluga, ona vrši značajne strukturne promene u materijalnoj proizvodnji i društvenom proizvodu svake zemlje.

Spoljna trgovina se ne svodi samo na plasman viškova i popunu manjkova u robama i uslugama. Nju motiviše i zarada na uvoznim i na izvoznim poslovima, veća nego da se prodaje u zemlji. Još su klasični ekonomisti utvrdili da se zemljama isplati da izvoze i uvoze određene proizvode čak i u uslovima kada jednu zemlju na svetskom tržištu eksploatiše druga zemlja. Razlog za ovo je što se u spoljnu trgovinu uključuje roba najveće konkurentnosti, proizvedena i prodana po najpovoljnijim uslovima, pa se zato i jeftinije kupuje i skuplje prodaje nego na nacionalnom tržištu.

Spoljna trgovina stalno prisiljava domaće proizvođače da se uklope u svetske kriterijume i standarde vrednovanja proizvodnje, kao i u najsavremeniji tehnički progres.

Spoljna trgovina omogućava stalnu komunikaciju sa svetom. Međunarodni saobraćaj između ljudi, preduzeća i država svakodnevno se proširuje. Savremenim tehničkim sredstvima materijalna dobra, ljudi i misli veoma se brzo prenose kroz ceo svet. Sve to pozitivno utiče na povećanje znanja ljudi i transfer pozitivnih iskustava u zemlji.

⁵ Unković M., Stakić B. (2011) Spoljnotrgovinsko i devizno poslovanje, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 4.

1.2. Devizno poslovanje

Devizno poslovanje je deo društvenoekonomskog sistema jedne zemlje, sa kojim se regulišu finansijski odnosi sa inostranstvom.

Deviznim poslovanjem se reguliše:⁶

- platni promet sa inostranstvom,
- način sticanja i raspolaganja sa stranim sredstvima plaćanja u zemlji i inostranstvu i
- sva druga pitanja vezana za sferu međunarodnih ekonomskih odnosa.

Zakon o deviznom poslovanju dozvoljava ugovaranje posla u devizama, s tim da se plaćanje i naplaćivanje vrši u dinarima. Valutna klauzula je značajna u zemljama čije valute nisu konvertibilne, posebno u situacijama češćih devalvacija. Stoga, da bi se zaštitila vrednost ugovorenog posla, pribegava se uvođenju valutne klauzule.⁷

Devizno poslovanje se uređuje odgovarajućim zakonom, i podrazumeva:⁸

- sva plaćanja, naplaćivanja i prenose između rezidenata i nerezidenata u stranim sredstvima plaćanja i u dinarima.
- sva plaćanja, naplaćivanja i prenose između rezidenata, ali u stranim sredstvima plaćanja.
- kupovinu i prodaju sredstava plaćanja između rezidenata i nerezidenata, kao i kupovinu i prodaju stranih sredstava plaćanja između rezidenata.
- jednostrani prenosi sredstava plaćanja iz Republike Srbije i u Republiku, koji nemaju obeležja izvršenja posla između rezidenata i nerezidenata.
- tekući i depozitni računi rezidenata u inostranstvu, i rezidenata i nerezidenata u Republici.
- kreditni poslovi u Republici Srbiji, između banaka i rezidenata u devizama, i između banaka i nerezidenata u dinarima, kao i kreditni poslovi sa inostranstvom.

Rezident označava mesto prebivališta. Zakon o deviznom poslovanju određuje osnovne kriterijume po kojima se određuje da li neko lice ima status rezidenta ili nerezidenta.⁹

Pojam rezident podrazumeva:

- Pravno lice koje je registrovano i ima sedište u Republici Srbiji.
- Preduzetnik –fizičko lice koje je registrovano u Republici i koje radi sticanja dobiti, u vidu zanimanja, obavlja zakonom dozvoljenu delatnost.

⁶ Đurić Z. (2003) Spoljnotrgovinsko i devizno poslovanje, V. P. Š. Kosovo Polje, str. 211.

⁷ Barać S., Stakić B., Ivaniš M. (2003) Praktikum za bankarstvo i finansije, FFMO, Beograd, str.146.

⁸ Zakon o deviznom poslovanju, "Sl. glasnik RS", br. 62/2006, 31/2011 i 119/2012

⁹ Zakon o deviznom poslovanju, "Sl. glasnik RS", br. 62/2006, 31/2011 i 119/2012

- Ogranak stranog pravnog lica upisan u registar kod nadležnog organa u Republici Srbiji.
- Fizičko lice kome je mesto prebivašlista u Republici, osim fizičkog lica koje ima boravak u inostranstvu duži od jedne godine.
- Fizičko lice – strani državljanin koji na osnovu radne vize ili dozvole za boravak, boravi u Republici duže od godinu dana.
- Državni organ i organizacija, korisničkih budžetskih sredstava Republike, korisnici sredstava organizacija obaveznog socijalnog osiguranja i korisnici budžetskih sredstava lokalnih vlasti.
- Diplomatsko, konzularno i drugo predstavništvo u inostranstvu koje se finansira iz budžeta Republike i domaći državljani zaposleni u tim predstavništvima, kao i članovi njihovih porodica.

II KAPITALNE TRANSAKCIJE SA INOSTRANSTVOM

Pod međunarodnim kretanjem kapitala podrazumeva se transfer realnih i finansijskih sredstava iz jedne zemlje u drugu, bez kontra transfera ili bez kontra transfera za određeno vreme, a u cilju ostvarivanja ekonomskih i političkih interesa učesnika u tom transferu.¹⁰

Glavni investitori međunarodnog kapitala su multinacionalne kompanije, komercijalne banke, države i investicioni fondovi.

2. Pojam i vrste kapitalnih transakcija

Prema Zakonu o deviznom poslovanju kapitalni poslovi su poslovi između rezidenata i nerezidenata čija je namena prenos kapitala.¹¹

Prema davaocu sredstava (izvozniku kapitala), kapital se deli na privatni i javni. Privatni kapital plasiraju multinacionalne kompanije i banke, a javni države, državni fondovi i međunarodne finansijske institucije.¹²

Privatni kapital se prvenstveno kreće u obliku depozita, kredita, portfolio plasmana i direktnih investicija, između pojedinaca, proizvodnih kompanija i banaka, dok se javni kapital prvenstveno kreće u obliku bilateralnih i multilateralnih zajmova, u obliku portfolio investicija i ekonomske pomoći, upravo između javnih banaka i državnog budžeta.¹³

Današnja podela na tekuće i kapitalne transakcije u platnom bilansu prikazuje da saldo kapitalnih transakcija prikazuje, za koliko se u periodu posmatranja promenio dužničko-poverilački položaj zemlje.¹⁴

Kapital, kod opredeljenja objekta u koji želi investirati, uzima najčešće, tri pokazatelja: rentabilnost, likvidnost i sigurnost. Profiti, kamate, dividende, cene i devizni kurs bitno utiče na motive međunarodnog investiranja. To znači da kapital beži iz rizične zemlje u kojoj vlada inflacija, privredna recesija i visoki porezi. Takođe, kapital odlazi tamo gde su porezi manji, kriminal manji, a sigurnost veća i gde sudstvo nije korumpirano. Efikasnost tržišta kapitala, racionalnost investiranja i promptna likvidnost suštinski su motivi međunarodnog

¹⁰ Unković M. (2010) Međunarodna ekonomija, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 127.

¹¹ Zakon o deviznom poslovanju, "Sl. glasnik RS", br. 62/2006, 31/2011 i 119/2012

¹² Stakić B. (2012) Međunarodne finansijske institucije, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 224.

¹³ Unković M., Stakić B. (1996) Međunarodni ekonomski odnosi, FST, Bijeljina, str. 66-67.

¹⁴ Kovač O. (2002) Međunarodne finansije, Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd, str.73

investiranja. Politički i valutni rizici, posebno nelikvidnost zemlje, smanjuju prilive kapitala u određenu zemlju.¹⁵

Međunarodnom ekonomijom danas više upravljaju ulaganja kapitala nego trgovina. Inostrane investicije rastu brže od svetske trgovine.¹⁶

Poznato je da liberalizacija međunarodnog kretanja kapitala povećava svetsku proizvodnju, efikasnost i konkurentnost, a obeshrabruje špekulante, koji štete svetskoj privredi. Opšte je stanovište da se privatni kapital plasira prema ekonomskim interesima – motivima, a javni kapital na osnovu širih društveno-političkih interesa.

Prema Zakonu o deviznom poslovanju, kapitalni poslovi iz stava 1. ove tačke su:¹⁷

- direktne investicije,
- ulaganja u nekretnine,
- poslovi sa hartijama od vrednosti,
- poslovi sa finansijskim derivatima,
- poslovi sa investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima,
- kreditni poslovi,
- garancijski poslovi,
- depozitni poslovi,
- poslovi po osnovu ugovora o osiguranju u skladu sa zakonom koji uređuje osiguranje,
- jednostrani prenosi sredstava plaćanja (lični i fizički).

2.1. Direktne investicije

Direktne investicije su "kategorija međunarodnih investicija koja odražava pojavu kada rezident, koji se nalazi u jednoj zemlji (strani direktni investitor ili matično preduzeće) ostvaruje trajne koristi nad preduzećem koje je rezident neke druge zemlje (SDI preduzeće, ili preduzeće afilijacija ili inostrana afilijacija)".¹⁸

Ostvarivanje dugoročnih interesa ukazuje na postojanje dugoročnih odnosa saradnje između direktnog investitora i preduzeća afilijacije, kao i na značajan stepen uticaja investitora na upravljanje preduzećem koje je rezident neke druge ekonomije. Takve investicije uključuju kako inicijalne transakcije između dva entiteta, tako i sve ostale

¹⁵ Stakić B. (2012) Međunarodne finansijske institucije, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 211.

¹⁶ Unković M., Stakić B. (2009) Spoljnotrgovinsko i devizno poslovanje, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 334.

¹⁷ Zakon o deviznom poslovanju, Sl. glasnik RS, br. 62/2006, 31/2011 i 119/2012

¹⁸ Lipsey R. E. (1999) The Role of Foreign Direct Investment in International Capital Flows, NBER, Working Paper, no. 7094, str. 2.

transakcije između njih i između samih afilijacija nad kojima su uspostavljeni odnosi korporativnog upravljanja, ali i one koje se ne nalaze pod kontrolom konkretnog matičnog preduzeća.

Stranom direktnom investicijom se smatra "kada investitor poseduje 10% ili više akcija ili imovine preduzeća ili prava glasa u preduzeću."¹⁹

SDI se definišu kao "poseban vid tokova kapitala preko nacionalnih granica, od matične zemlje ka zemlji domaćinu, koji se evidentiraju u statistici platnog bilansa."²⁰

Direktne investicije su ulaganja rezidenta u inostranstvu i nerezidenta u Republici u pravno lice sa ciljem da se uključi u upravljanje poslovima tog pravnog lica.²¹

Direktne investicije podrazumevaju otvaranje ili povećanje broja filijala u drugoj zemlji, gde ulagač kontroliše ulog, jer je filijala deo iste organizacione strukture preduzeća. Uagač uživa dobit i snosi rizik.²²

Prema UNCTAD-u strane direktne investicije uključuju dugoročni odnos, koji održava trajni interes i kontrolu matičnog preduzeća, rezidenta jedne zemlje, u preduzeću koje je rezident druge zemlje.²³

Međunarodni monetarni fond, Svetska banka, Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD) takođe definišu direktne investicije. Prema njihovim definicijama kao relevantan kriterijum za ostvarivanje kontrole nad poslovanjem preduzeća utvrđuje se prag od najmanje 10% vlasništva.

Ovi tokovi dovode do povećanja posebnih formi stanja kapitala u zemlji domaćinu, odnosno do povećanja vrednosti investicija matične zemlje u subjekte, obično korporacije, kontrolisane od strane vlasnika iz matične zemlje, ili korporacije u kojima vlasnik iz matične zemlje ima određeni broj glasačkih prava. Navedeno je u skladu sa *osnovnom hipotezom ovog rada*, koja glasi da privredna aktivnost ni jedne zemlje u svetu ne može normalno da se odvija, ukoliko u nju nije uključeno i međunarodno kretanje kapitala, kako u korišćenju, tako i plasiranju kapitala.

SDI predstavljaju najrizičniji oblik međunarodnog kretanja kapitala, ali sa sobom nose i mogućnost najveće zarade. Iz perspektive direktnih investitora, preduzeće u koje se investira predstavlja jedinku u njihovim multinacionalnim operacijama, čija ukupna profitabilnost zavisi od mogućnosti da se uposle različiti resursi, dostupni kroz poslovanja tih jedinica u

¹⁹ Jovanović Gavrilović P. (2006) Međunarodno poslovno finansiranje, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 74.

²⁰ Kovačević R. (2000) Oblici i mehanizmi stranih ulaganja, Strana ulaganja – poslovno – analitički pristup, Beograd, str. 24.

²¹ Zakon o deviznom poslovanju, Sl. glasnik RS, br. 62/2006, 31/2011 i 119/2012

²² Unković M. (2010) Međunarodna ekonomija, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 129.

²³ World Investment Report 2004, UN, UNCTAD, New York and Geneva, 2004, p. 345.

različitim zemljama. Direktni investitori su u mogućnosti da ostvaruju korist preko prinosa na investirani kapital u preduzeću.

Principi OECD za strana ulaganja počivaju na pretpostavci da države imaju pravnu i regulatornu strukturu i da regulatori tržišta hartija od vrednosti imaju sredstva i sposobnosti da sprovedu zakone i odluke, u praksi, na tržištu kapitala. Sami principi OECD odnose na nekoliko ključnih oblasti: prava akcionara, ravnopravan tretman akcionara, uticaj nosilaca interesa (stakeholder-a) u korporativnoj kontroli, dostupnost informacija i poslovna transparentnost, odgovornost upravnih odbora.²⁴

Pod ulaganjem se smatra osnivanje pravnog lica, ogranka ili predstavništva, kupovina udela ili akcija u kapitalu pravnog lica, dokapitalizacija pravnog lica kao i svaki drugi oblik ulaganja kojim ulagač stiče najmanje 10% učešća u osnovnom kapitalu, odnosno najmanje 10% glasačkih prava, u roku ne dužem od godinu dana od dana prvog ulaganja u to pravno lice u slučaju sukcesivnih ulaganja (radi dostizanja praga od 10%). Pod ulaganjem se smatraju i krediti i zajmovi sa rokom dospeća od pet godina ili dužim ukoliko imaju prirodu podređenog potraživanja (subordinirani krediti i zajmovi).

Plaćanje i prenos kapitala po osnovu direktnih investicija rezidenata - pravnih lica, preduzetnika i fizičkih lica u inostranstvo vrši se slobodno, u skladu sa zakonom koji uređuje spoljnotrgovinsko poslovanje. Rezidenti - pravna lica, preduzetnici i fizička lica mogu vršiti plaćanje i naplatu radi kupovine i prodaje u inostranstvu udela u kapitalu stranog pravnog lica koje se ne smatra direktnom investicijom.

Nerezidenti mogu vršiti plaćanje i naplatu radi kupovine i prodaje udela u kapitalu rezidenta pravnog lica koje se ne smatra direktnom investicijom, u skladu sa zakonom koji uređuje privredna društva.

Ulog stranog ulagača može biti u stranoj konveribilnoj valuti, stvarima, pravima intelektualne svojine, hartijama od vrednosti, drugim imovinskim pravima, u dinarima.²⁵

Stranu direktnu investiciju čine tri komponente:²⁶

- vlasnički kapital,
- reinvestirane zarade i
- pozajmice.

Vlasnički kapital predstavlja deo preduzeća koji kupuje strani direktni investitor u zemlji različitoj od svoje.

²⁴ Perić P. (2010) Kapitalna ulaganja i projektno finansiranje, Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd, str. 33.

²⁵ Barjaktarović L. (2010) Monetarno-kreditni i devizni sistem, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 326.

²⁶ Stakić B. (2012) Međunarodne finansijske institucije, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 224.

Reinvestirane zarade čine deo zarada stranog investitora koje nisu raspoređene kao dividenda, već je to profit koji se ponovo investira.

Pozajmljivanje, uključuje kratkoročno i dugoročno pozajmljivanje sredstava između matičnog preduzeća i filijala, kao i između stranih filijala, poznato kao intrakompanijsko (intrafirmско) finansiranje.

U stručnoj literaturi i svakodnevnoj praksi prevladavaju mnogobrojne podele direktnih investicija. Prema UNCTAD, postoje tri glavne kategorije stranih direktnih investicija:²⁷

- *equity kapital* - vrednost investicija u akcije preduzeća u inostranstvu. Stanje vlasničkog uloga od 10% ili više običnih glasačkih prava u akcionarskom preduzeću ili neakcionarskom preduzeću obično se smatra kao granica za kontrolu aktive. Ova kategorija obuhvata merđžere i akvizicije i stvaranje novih postrojenja, tzv. *greenfield* investicije;
- reinvestirani profiti (zarade) - prihodi afilijacija u inostranstvu koji nisu raspodeljeni u dividende i nisu vraćeni nazad u matičnu zemlju, odnosno zemlju investitora. Pretpostavlja se da se zadržani profiti reinvestiraju u afilijaciju;
- ostali kapital (intra-kompanijski zajmovi ili intra-kompanijske dugovne transakcije) – kategorija koja se odnosi na kratkoročne i dugoročne pozajmice i zajmove između matičnog preduzeća (direktnog investitora) i afilijacije.

Prema načinu na koji se mogu realizovati, razlikuju se sledeće vrste stranih direktnih investicija:²⁸

- Ulaganje može biti kroz nove investicije (*greenfield*) u punom vlasništvu ili suvlasništvu, kroz integraciju (*merger*) i kroz kupovinu (*aquisition*).

Ulog može da se izvrši pri osnivanju ili naknadno kroz kupovinu i dokapitalizaciju. Saglasno tome postoje ugovori o osnivanju i ugovori o ulaganju stranog kapitala. Može se izvršiti i kupovinom, bilo prilikom emisije akcija ili naknadnom kupovinom na tržištu kapitala. Posebni oblici ulaganja su koncesije i BOT sistem.

Takve investicije imaju više formi:

- javne investicije od strane države,
- privatne investicije od strane preduzeća - banke ili investicionog fonda,
- investicije od strane fizičkog lica preduzetnika - pojedinaca ili grupa.

²⁷ UNCTAD, World Investment Report (2003) FDI Policies for Development: National and International Perspectives, annexes, United Nations, New York and Geneva, str. 231.

²⁸ Unković M., Stakić B. (2009) Spoljnotrgovinsko i devizno poslovanje, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 401.

Pravi se razlika između direktnih i portfolio investicija. Inostrane portfolio investicije se odnose na kupovinu inostranih akcija, obveznica i drugih hartija od vrednosti u očekivanju prinosa. Prinos se očekuje u formi dividendi, kapitalnog dobitka ili kamata.

U direktne investicije spadaju i *koncesije*. U užem smislu koncesija je ugovorni odnos u kome davalac njenom primaocu (korisniku) ustupa pravo korišćenja nekog prirodnog bogatstva, javnog dobra ili obavljanje neke javne službe.

U ove poslove ubrajaju se i poslovi koji se rade po BOT sistemu (*Build, Operate, Transfer*, izgradi, eksploatiši, transferiši). Najčešće se praktikuju kod izgradnje infrastrukturnih objekata, saobraćajnica i mostova i to sa rokom eksploatacije do 30 godina.

2.1.1. Značaj stranih ulaganja

Jedna od vidljivijih manifestacija globalizacije u poslednjih nekoliko godina je širenje međunarodnih privatnih tokova kapitala. Ovi tokovi su doneli značajne ekonomske koristi zemljama domaćinima, što se posebno odnosi na tranzicione zemlje. Stoga se strane direktne investicije (SDI) smatraju najznačajnijim delom međunarodnih privatnih tokova kapitala. Takođe, svojim ulaskom SDI doprinose ekonomskom razvoju i utiču na okruženje, primoravajući tvorce ekonomske politike da usvajaju najbolje prakse poslovanja kako bi privukli strane investitore. Većina ovih mera se tiče i domaćih investitora, tako da SDI posredno utiču na poboljšanje investicionih uslova i generisanje investicija uopšte.

Strana ulaganja su značajna za privredu zemlje, jer sa sobom nose brojne faktore podsticaja razvoja industrije, njeno tehnološko osamostaljivanje i pristupanje međunarodnom tržištu, odnosno doprinose porastu međunarodne konkurentnosti industrije zemlje. Strane direktne investicije dovode do povećanja posebnih formi stanja kapitala u zemlji domaćinu, odnosno povećanja vrednosti investicija matične zemlje u subjekte, obično korporacije, kontrolisane od strane vlasnika iz matične zemlje, ili korporacije u kojima vlasnik iz matične zemlje ima određeni broj glasačkih prava. Direktne strane investicije mogu da ubrzaju privredni rast, ne samo kao dodatak domaćoj štednji, već stoga što obezbeđuju pristup novoj tehnologiji. Takođe, mogu da imaju za rezultat direktan uvoz naprednije tehnologije, ali i transfer upravljačkih i proizvodno usmerenih znanja, o čemu govori i *posebna hipoteza H1*, prema kojoj se strana direktna ulaganja privatnog kapitala smatraju povoljnim, jer stvaraju korisne proizvode i usluge, radna mesta, prihode i profit.

Osim pozitivnih efekata stranih ulaganja na privredu zemlje, postoji i niz pogodnosti za inostrane kompanije da investiraju. Npr. Srbija predstavlja pogodno tržište za plasman

potrošnih dobara, pa kompanije koje prve investiraju ostvaruju povoljniji položaj na tržištu. Tu su i drugi faktori koji Srbiju čine privlačnom stranim investitorima: raspoloživost prirodnim resursima, niska cena radne snage, preferencijalni tretman pri izvozu na tržišta EU, Rusije, zemalja CEFTA, EFTA i itd.

2.1.2. Strana ulaganja u Srbiji

Izbori u Srbiji 2000. godine su doprineli podršci međunarodne zajednice i učlanjenju u međunarodne organizacije. To je važno napomenuti, jer da bi Srbija privukla što više stranog kapitala bilo je neophodno da se stvori i adekvatno političko-pravno- ekonomsko okruženje.

Ukupan iznos stranih direktnih investicija u Srbiji u 2001. godini iznosio je 35,3 miliona dolara, što je tri puta više u odnosu na strani kapital uložen u 2000. godini. Osnivanje preduzeća sa stranim kapitalom u 2001. godini ostvareno je u saradnji sa inostranim investitorima iz 66 zemalja, koje imaju različite društveno-političke sisteme i nalaze se na različitim nivoima društveno-ekonomskog razvoja.

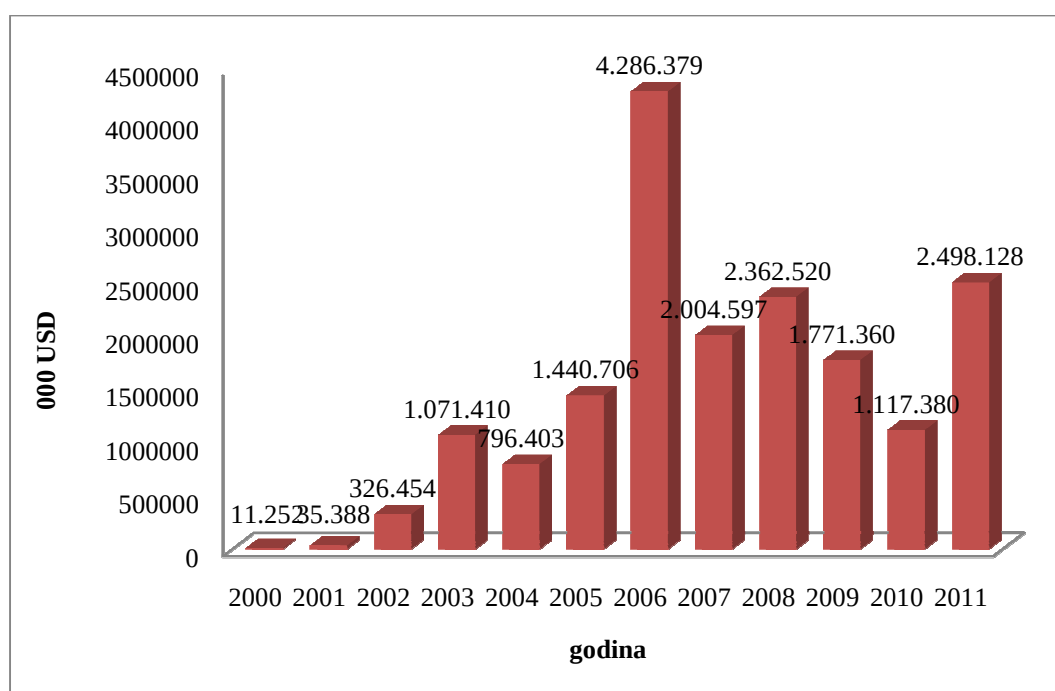
Prema raspoloživim podacima Agencije za strana ulaganja i promociju izvoza Republike Srbije, ukupan iznos stranih direktnih investicija u Srbiji u 2002. godini iznosio je 326,4 miliona US \$. U ovom periodu, u ukupnim stranim investicijama dominirali su strani ulozi u novcu kao posledica preduzimanja značajnih investicionih poduhvata. To su tenderske prodaje akcija "Beočinske fabrike cementa" stranom partneru iz Francuske "Financiere Lafarge S.A" (u iznosu od 50,89 mil US\$); cementare "Novi Popovac" stranom partneru iz Švajcarske "Holcim" (u iznosu od 52,50 mil US\$) i cementare "Kosjerić" grčkoj kompaniji "Titan" (u iznosu od 35,5 mil US\$). Značajno je istaći da je u 2002. godini zaključeno 195 ugovora o stranim ulaganjima.

Prema podacima Narodne banke Srbije, u prvih šest meseci 2003. godine u Srbiju je ušlo 269 miliona dolara investicija. Raspoloživi statistički podaci ukazuju da ulaganja stranih investitora nastavljaju rast budući da strana ulaganja u novcu (u iznosu od 219 mil US\$) nadmašuju strana ulaganja u robi (u procenjenom iznosu od 50 mil US\$).²⁹

Primer Srbije potvrđuje *posebnu hipotezu H2*, prema kojoj je priliv kapitala, sa stanovišta zemlje u razvoju i zemlje u tranziciji, motivisan potrebom za svežim kapitalom, bez čije aktivne upotrebe nije moguće pokrenuti razvoj.

²⁹ www.siepa.sr.gov.rs

Grafikon 1. Neto priliv SDI u periodu 2000-2011. godine



Izvor: NBS, Sektor za ekonomske analize i istraživanja, Odeljenje statistike platnog bilansa
(www.nbs.rs/export/internet/cirilica/80/80_2/platni_bilans/index.html)

Na osnovu grafikona 1 može da se kaže da je u 2004. godini zabeleženo kratko usporavanje priliva SDI, da bi se u 2005. i 2006. godini rast priliva investicija nastavio. Naglo povećanje nastaje usled prodaje mobilnog operatera *Telenor*, koji je kupio *Mobtel* za 1,513 milijardi evra. Priliv investicija u Srbiji značajno raste nakon 2005. godine, najpre zahvaljujući dolasku velikih međunarodnih kompanija poput *Telenora*, *Mobilkoma*, *Filip Morisa*, a zatim i drugima koji su investirali svoja sredstva u Srbiju. Uočljivo je da priliv stranih direktnih investicija beleži trend rasta sve do kraja 2006. godine. Najveći udeo u ukupnom prilivu imali su prihodi od privatizacije, dok su *greenfield* investicije imale znatno manji udeo.

Prema podacima u grafikonu u 2007. godini došlo je do pada priliva inostranog kapitala usled manjih prihoda od privatizacije u odnosu na 2006. godinu. U 2008. godini i pored svetske finansijske krize, dolazi do blagog rasta priliva direktnih stranih investicija u odnosu na 2007. godinu. Međutim, u zadnja dva kvartala 2008. godine priliv SDI beleži usporavanje u odnosu na treći i četvrti kvartal 2007. godine.³⁰

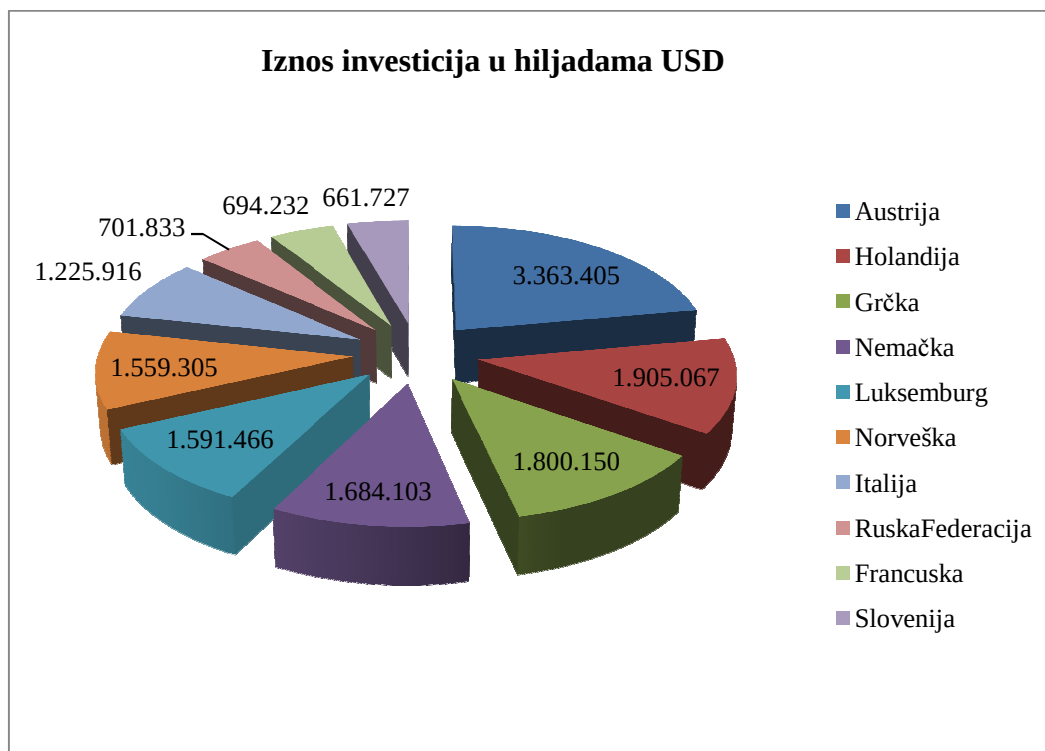
³⁰ Statistički bilten decembar NBS, 2008, Beograd

Za 2008. godinu je karakteristično nekoliko velikih akvizicija domaćih preduzeća. To su *Heineken*, koji je kupio tri srpske pivare, i kompanija *PepsiCo* koja je preuzela *Marbo Produkt*. Dokapitalizacija firme *MPC Properties* od strane *Merrill Lynch*-a predstavlja značajnu investiciju. Takođe, i prodaja *DDOR-a Novi Sad* italijanskoj osiguravajućoj kući *Fondiarina SAI*, je doprinela zadovoljavajućem prilivu SDI. Prema podacima *European Investment Monitor (2009)* beleži se da je 2008. godine bilo 37 grinfield i braunfield projekata, od kojih su vodeći sektori proizvodnja auto delova, hemijska i mašinska industrija, i prerada nemetala.

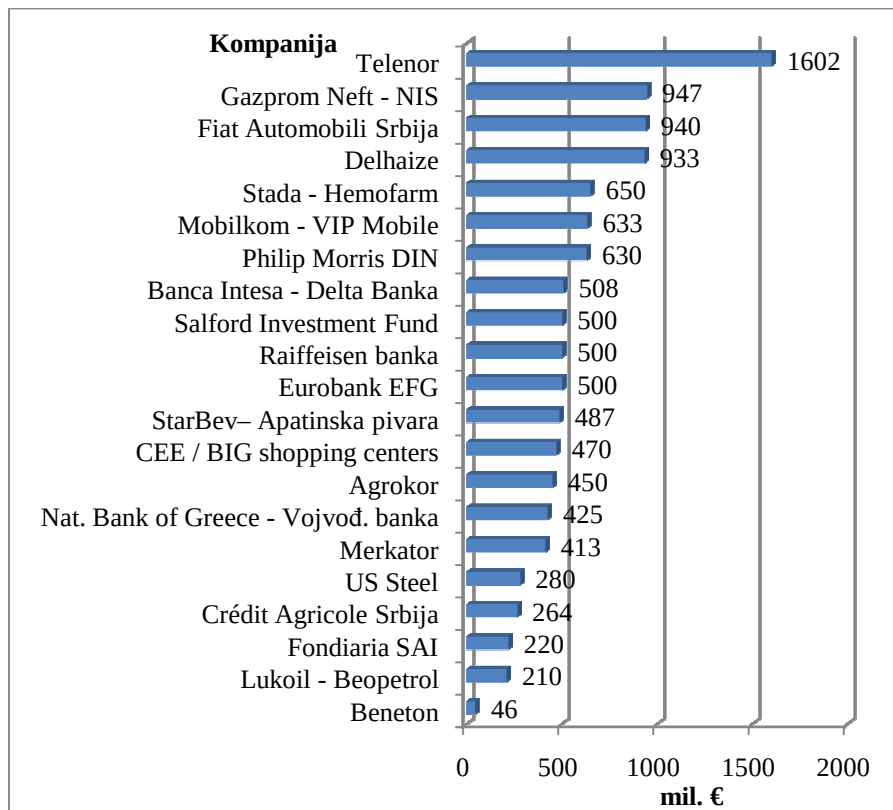
2.1.2.1. Najveći investitori u Srbiji

U periodu 2000-2011. godine, više od četiri petine svih SDI u novcu plasiranih u Srbiji, vode poreklo iz zemalja Evropske unije (EU), što ukazuje na značajnu ulogu evropskih investitora u dosadašnjem periodu. Najviše SDI je došlo iz Austrije (3.363 miliona USD), Holandije (1.905 miliona USD), Grčke (1.800 miliona USD), Nemačke (1.684 miliona USD), i Luksemburga (1.591 miliona USD).

Grafikon 2. Pregled prvih 10 zemalja po ulozenim investicijama u periodu 2000-2011



Grafikon 3. Pregled kompanija koje su najviše investirale u Srbiju 2001-2011.



Izvor: SIEPA, 2012.

Ako se pogleda pregled kompanija koje su najviše investirale u Srbiju 2001-2011. godine, može da se kaže da su najviše investirale sledeće kompanije: Telenor (1602 mil. evra), Gazprom Neft –Nis (947 mil. evra), Fiat automobili Srbije (940 mil. evra). Slede *Delhaize*, nemačka *Štada-Hemofarm*, *Mobikom* itd.

Kao zaključak nameće se činjenica da bi država trebala da preduzme odgovarajuće mere da bi se priliv SDI povećao, stvarajući bolji ambijent za investitore.

2.2. Ulaganja u nepokretnosti

Plaćanje radi sticanja svojine na nepokretnostima rezidenta u inostranstvu i nerezidenata u Republici vrši se slobodno, u skladu sa zakonom koji uređuje svojinsko pravne odnose.³¹

Strana fizička i pravna lica mogu steći svojinu na nepokretnostima, u skladu sa zakonom ili međunarodnim ugovorom. Pri tome se ide od principa reciprociteta pri sticanju svojinskih prava stranaca na nekretninama. Ugovor o kupoprodaji nepokretnosti mora biti overen da bi proizvodio pravno dejstvo.

³¹ Zakon o deviznom poslovanju, Sl. glasnik RS, br. 62/2006, 31/2011 i 119/2012, čl. 12.

Kod zakupa nepokretnosti finansijski lizing je moguć samo na pokretne nepotrošne stvari, do kje kod nepokretnosti moguć samo operativni leasing.

2.3. Ulaganje u hartije od vrednosti

U savremenim tržišnim uslovima hartije od vrednosti imaju sve veću funkciju i time sve veći značaj. Hartije od vrednosti su najznačajniji finansijski instrumenti, kojima se trguje na tržištima kapitala. Hartije od vrednosti su pisani dokumenti ili isprave koje u sebi sadrže određeno imovinsko pravo koje se može koristiti samo pod uslovom zakonskog vlasništva. Izraz su vlasničkog (u slučaju akcija), potencijalno-vlasničkog (u slučaju opcija) ili kreditnog (u slučaju obveznica) aranžmana između izdavaoca i zakonskog imaooca hartije od vrednosti.

Trgovinom hartijama od vrednosti, u smislu zakona, smatra se prodaja, odnosno kupovina hartija od vrednosti između emitenta i kupca neposredno ili preko posrednika i svaka naredna kupovina i prodaja hartija od vrednosti između imaooca i kupca hartije od vrednosti, neposredno ili preko posrednika. Posebnim zakonom je regulisano osnivanje, rad, nadzor i sve ostalo vezano za tržište hartija od vrednosti.

Hartija od vrednosti (HoV) je pisana isprava kojom se njen izdavalac obavezuje da će ispuniti obavezu upisanu na toj ispravi prema njenom zakonitom imaoocu. Sam papir koji predstavlja hartija od vrednosti nema neku posebnu vrednost. Budući da se pravo na koje se odnosi hartija od vrednosti ne može vršiti ni prenositi bez te hartije, ona u pravnom prometu dobija onu vrednost koju ima to pravo.

Hartijama od vrednosti se trguje na tzv. primarnim tržištima, koja obuhvataju finansijske transakcije između emitenata hartije od vrednosti i prvih investitora, a dalja prodaja se nastavlja na sekundarnim tržištima, koja obezbeđuju likvidnost, formiranje realne tržišne cene, održavanje efikasnosti poslovanja privrednih subjekata i optimalizaciju strukture njihove imovine.

Može da se kaže da bez adekvatnog sekundarnog tržišta, nema ni efikasnog primarnog tržišta, jer jedino uz pomoć dobrog sekundarnog tržišta, država je sposobna da privuče strane investicije, bilo direktne, bilo portfolio investicije.³²

Poslovi sa hartijama od vrednosti su poslovi sa dugoročnim i kratkoročnim hartijama od vrednosti i vlasničkim hartijama od vrednosti.³³

³² Unković M. (2007) Međunarodna ekonomija, Univerzitet Singidunum, Beograd, str.121-122.

³³ Zakon o deviznom poslovanju, Sl. glasnik RS, br. 62/2006, 31/2011 i 119/2012

Prema Zakonu o deviznom poslovanju rezidenti - pravna lica, preduzetnici i fizička lica mogu vršiti plaćanje i naplatu radi kupovine i prodaje u inostranstvu vlasničkih hartija od vrednosti koje nisu direktne investicije. Rezidenti mogu vršiti plaćanje i naplatu radi kupovine i prodaje dužničkih dugoročnih hartija od vrednosti koje izdaju države članice Evropske unije, OECD, međunarodne finansijske organizacije i razvojne banke ili finansijske institucije čiji su osnivači strane države.

Rezidenti iz ovog člana mogu vršiti plaćanje i naplatu radi kupovine i prodaje i drugih dužničkih dugoročnih hartija od vrednosti u inostranstvu čiji stepen rizika (rejting) i zemlju izdavaoca propisuje Narodna banka Srbije. Rezidenti mogu vršiti plaćanje i naplatu radi kupovine i prodaje domaćih hartija od vrednosti koje glase na stranu valutu, a izdaju se u inostranstvu.

Kada je reč o nerezidentima, oni mogu vršiti plaćanje i naplatu radi kupovine i prodaje u Republici dugoročnih dužničkih kao i vlasničkih hartija od vrednosti, u skladu sa zakonom koji uređuje tržište kapitala.

Plaćanje i naplatu radi kupovine i prodaje stranih kratkoročnih hartija od vrednosti na stranom i domaćem tržištu vrši Narodna banka Srbije, a banke - pod uslovima i na način koji propiše Narodna banka Srbije.

Na tržištu kapitala se trguje efektima sa rokom dospeća dužim od godinu dana (akcije i obveznice). Međunarodno kretanje kapitala u obliku akcija i obveznica naziva se portfolio plasmanom.

Akcije su vrednosni papiri (vlasničke hartije od vrednosti), dokazi o dugoročnom finansijskom ulogu kapitala, koji vlasniku daje pravo da, srazmerno visini uloga, svake godine učestvuje u dobiti preduzeća u koje ulaže. U razvijenim tržišnim privredama sa razvijenim tržištem kapitala i razvijenim efektnim berzama javljaju se sledeći oblici akcija:³⁴

1. Akcije na ime i na donosioca,
2. Akcije sa nominalnom vrednošću i bez nominalne vrednosti,
3. Obične i povlašćene (prioritetne) akcije,
4. Akcije sa garantovanim dividendom i bez garantovane dividende,
5. Akcije koje daju veći broj glasova, akcije sa kumulativnim pravom glasa, akcije sa ograničenim pravom glasa i akcije bez prava glasa,
6. Akcije sa odloženim plaćanjem dividende,
7. Nove akcije,

³⁴ Komazec S., Ristić Ž. (2009) Finansijska tržišta i berzanski menadžment, EtnoStil, Beograd, str. 157.

8. Otvorene i zatvorene akcije.

Obveznice su vrednosni papiri (dužničke hartije od vrednosti) koje vlasnik dobija pri ulogu kapitala, a koji mu posle isteka određenog vremenskog perioda garantuju otplatu njegovog uloženog kapitala, uz naplatu određene fiksne ili promenljive kamate.³⁵

Prilikom trgovine akcijama ostvaruje se veća zarada nego na obveznicama, dok je sigurnost plasmana kod obveznica manja.

2.4. Poslovi sa finansijskim derivatima

Poslovi sa finansijskim derivatima predstavljaju novinu u Zakonu o deviznom poslovanju, sa ciljem da se primene najmoderniji načini upravljanja (hedžing) rizikom (tržišni rizik, rizik promene deviznog kursa, kamatnih stopa i sl.) u poslovima sa inostranstvom, kao i da se njihovom primenom i na domaćem finansijskom tržištu izvrši prenos know-how-a radi upravljanja rizikom i u poslovima na domaćem finansijskom tržištu.³⁶

Plaćanje, naplata, prenos, prebijanje, kao i izveštavanje po poslovima sa finansijskim derivatima vrše se pod uslovima i na način koji propiše Narodna banka Srbije.

Plaćanje radi kupovine finansijskih derivata na organizovanom tržištu u inostranstvu mogu vršiti NBS i banke. Ostali rezidenti, mogu vršiti plaćanje radi kupovine finansijskih derivata u inostranstvu, pod uslovima i na način koji propiše NBS.³⁷

Svaki rezident Srbije može slobodno trgovati finansijskim derivatima preko ovlašćenog brokera u inostranstvu ili preko investicionog društva, odnosno multilateralne platforme.

Na osnovu Zakona o Narodnoj banci Srbije³⁸ i Zakona o deviznom poslovanju propisuju se uslovi pod kojima i način na koji banke, rezidenti i nerezidenti mogu vršiti plaćanje, naplatu i prenos po osnovu trgovanja finansijskim derivatima.

Banke mogu s drugom bankom, rezidentom i nerezidentom obavljati poslove s finansijskim derivatima. Rezidenti mogu obavljati poslove s finansijskim derivatima koji su standardizovani, a kojima se trguje na regulisanom tržištu i/ili multilateralnoj trgovačkoj platformi u inostranstvu. Rezidenti mogu s nerezidentima obavljati poslove s finansijskim derivatima kojima se trguje, odnosno koji se zaključuju van regulisanog tržišta i/ili

³⁵ Unković M., Stakić B. (1996) Međunarodni ekonomski odnosi, FST, Bijeljina, str.67-69.

³⁶ Stakić B. Barać S. (2007) Međunarodne finansije, Univerzitet Singidunum, Beograd, str.211.

³⁷ Barać S., Stakić B., Hadžić M., Ivaniš M. (2007) Praktikum za bankarstvo, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 175.

³⁸ Zakon o Narodnoj banci Srbije, Službeni glasnik RS, br 72/2003, 55/2004 i 44/2010

multilateralne trgovačke platforme, i to radi zaštite od rizika promene deviznog kursa, rizika promene kamatne stope, rizika promene cena hartija od vrednosti, rizika promene cena robe i rizika promene vrednosti berzanskog indeksa, izuzev poslova koji uključuju dinarska plaćanja/naplaćivanja.

Poslove s finansijskim derivatima rezidenti obavljaju preko banke, u skladu s propisom kojim se uređuju uslovi i način obavljanja platnog prometa sa inostranstvom. Rezidenti mogu s bankama obavljati poslove s finansijskim derivatima koji uključuju devizna plaćanja/naplaćivanja, i to radi zaštite od rizika promene deviznog kursa, rizika promene kamatne stope, rizika promene cena hartija od vrednosti, rizika promene cena robe i rizika promene vrednosti berzanskog indeksa.

Poslove s finansijskim derivatima rezidenti obavljaju s bankama, u skladu s propisom kojim se uređuju uslovi i način obavljanja platnog prometa sa inostranstvom. Nerezidenti mogu obavljati poslove s finansijskim derivatima koji su standardizovani, a kojima se trguje na regulisanom tržištu i/ili multilateralnoj trgovačkoj platformi u Republici Srbiji, u skladu sa zakonom kojim se uređuje tržište hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.

Nerezidenti mogu s bankama obavljati poslove s finansijskim derivatima kojima se trguje, odnosno koji se zaključuju van regulisanog tržišta i/ili multilateralne trgovačke platforme, kao i poslove s rezidentima.

Poslove s finansijskim derivatima radi zaštite od rizika promene deviznog kursa koji se odnose na terminski ugovor (ugovor o terminskoj kupovini/prodaji deviza s datumom izvršenja na određeni dan posle spot valute) i na svop ugovor³⁹ – rezidenti mogu obavljati radi budućeg deviznog plaćanja ili naplate, odnosno radi usklađivanja otvorenih bilansnih deviznih pozicija.

Banke su dužne da po poslovima s finansijskim derivatima izrađuju sledeće izveštaje:

- 1) izveštaj o zaključenim finansijskim derivatima između banke i druge
banke/rezidenata/nerezidenata –
- 2) izveštaj o deviznim plaćanjima/naplatama preko banke po osnovu trgovine
finansijskim derivatima između rezidenata i nerezidenata
3. izveštaj o ugovorenim poslovima između banke i druge
banke/rezidenata/nerezidenata koji sadrže derivatnu klauzulu.

³⁹ Svop ugovor je ugovor kojim se istovremeno ugovara kupovina i prodaja deviza s različitim datumima i izvršenja.

2.5. Ulaganje u investicione i dobrovoljne penzione fondove

Prema Zakonu o deviznom poslovanju rezidenti - društva za upravljanje investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima mogu da vrše plaćanja i naplatu po osnovu ulaganja u inostranstvo, u skladu sa odredbama zakona koji uređuju poslove sa investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima.

Rezidenti - pravna lica, preduzetnici i fizička lica mogu vršiti plaćanje i naplatu po osnovu ulaganja u inostrane investicione fondove posredstvom rezidenata - investicionih društava i društava za upravljanje investicionim fondovima u smislu zakona kojim se uređuje tržište kapitala. Nerezidenti mogu vršiti plaćanje i naplatu po osnovu ulaganja u investicione fondove i dobrovoljne penzijske fondove u Republici u skladu sa odredbama zakona koji uređuju poslove sa investicionim i dobrovoljnim penzijskim fondovima.

Inače, investicioni fondovi spadaju u red organizacija koje se po mnogo čemu razlikuju od drugih finansijskih učesnika. Investicioni fondovi su nov tip finansijskih posrednika čija se suština sastoji u tome da prikupljaju kapital putem prodaje svojih akcija stanovništvu s tim da formirani finansijski potencijal plasiraju u akcije i obveznice preduzeća kao i u obveznice države.⁴⁰

Investicioni fondovi kao finansijski posrednici imaju za cilj da poboljšaju proces kupovine vrednosnih papira od strane domaćinstava.

Investicioni fondovi su finansijski posrednici koji prikupljaju sredstva pojedinačnih investitora i ulažu ih u potencijalno širok spektar hartija od vrednosti ili u druge aktive.⁴¹

Prema *Zakonu o investicionim fondovima* investicioni fondovi su institucije kolektivnog investiranja u okviru kojih se prikupljaju i ulažu novčana sredstva u različite vrste imovine sa ciljem ostvarenja prihoda i smanjenja rizika ulaganja.⁴²

Investicioni fondovi su finansijska institucija koja povlači sredstva manjih individualnih investitora kojima za uzvrat emituje akcije (*shares*) ili, ređe, potvrde o učešću u finansijskoj aktivni fonda (*units*).⁴³ Tako ostvarene prihode investicione kompanije investiraju, na domaćem i/ili međunarodnom finansijskom tržištu, u hartije od vrednosti stvarajući diversifikovani investicioni portfolio.

⁴⁰ Ćirović M. (2001) Bankarstvo, Bridge Company, Beograd, str 212.

⁴¹ Bodie Z., Kane A., Marcus A. J. (2009) Osnovi investicija, Beograd, Data status, str. 98.

⁴² Zakon o investicionim fondovima, Sl. glasnik RS", br. 46/06

⁴³ Šoškić D. (2000) Hartije od vrednosti: Upravljanje portfolijom i investicioni fondovi, Ekonomski fakultet, Beograd, str 229.

Investicioni fondovi su značajni učesnici na finansijskim tržištima koji prodajom svojih akcija i udela dolaze do kapitala i sredstava koji dalje koriste radi investiranja na mnogim segmentima finansijskih tržišta u vrlo diversifikovane portfolije. Investicioni fondovi vrše svojevrsno "prepakivanje", to je i čest pojam na zapadu "*packed investment*", različitih oblika finansijske aktive.

Investicioni fondovi predstavljaju specijalizovane finansijske posrednike koji se bave upravljanjem investicija u hartije od vrednosti. Ova aktivnost obavlja se sredstvima širokog broja malih investitora koji za uzvrat dobijaju vlasništvo nad fondom odnosno određeni broj akcija ili udela. Investiranjem prikupljenih sredstava u hartije od vrednosti na finansijskom tržištu dobija se diversifikovani investicioni portfolio, a efikasnost ovog procesa zavisi od uspešnosti menadžment kompanije koja je za taj posao zadužena.

Za bolje razumevanje funkcionisanja investicionih fondova neophodno je sistematizovati neke od osnovnih karakteristika njihovog rada, a to su:⁴⁴

- do sredstava dolaze na bazi emisije i prodaje svojih hartija od vrednosti – akcija i udela.
- prikupljeni kapital investiraju na mnogim segmentima finansijskih tržišta u diversifikovane plasmane velikog broja različitih instrumenata. Vlasnici akcija u stvari poseduju jedan deo portfolija fonda.
- karakteriše ih visok stepen likvidnosti.
- aktivom (portfoliom) upravljaju profesionalni menadžeri, koji raspolažu velikim nivoom znanja, stručnosti i iskustva iz oblasti poslovnih finansija, investicija u hartije od vrednosti, portfolio menadžmenta, finansijskih tržišta i drugih finansijskih disciplina.

Investicioni fondovi se ne mogu više smatrati isključivo nebankarskim i nedepozitnim finansijskim institucijama, jer danas skoro svi investicioni fondovi obavljaju sve bankarske poslove, čak i poslove platnog prometa sa inostranstvom, što je u početku bilo nezamislivo, s obzirom na karakter i cilj osnivanja fonda.

Investicioni fondovi kao finansijski posrednici imaju za cilj da poboljšaju proces kupovine vrednosnih papira od strane domaćinstava. Dosta su zastupljeni u razvijenim privredama sveta, gde predstavljaju sastavni deo finansijskih tržišta. Neke od opštih karakteristika investicionih fondova su viša stopa prinosa od prinosa na štednju u banci, jaka

⁴⁴ Erić D. (2003) Finansijska tržišta i instrumenti, Čigoja Štampa, Beograd, str 216.

kontrola poslovanja fondova od strane državnih institucija bez garancija ulagačima, javnost portfolia i poslovanja, itd.

Brz razvoj finansijskog tržišta u industrijskim razvijenim zemljama Evropske unije zahtevao je i razvoj sistema savremenih finansijskih institucija koje su adekvatne potrebama, pre svega, investitora, a zatim i korisnika kapitala. Zemlje sa razvijenim finansijskim tržištem obogatile su svoju finansijsku strukturu nizom novih daleko fleksibilnijih i efikasnijih institucija od konzervativnih i sporo prilagodljivih bankarskih organizacija. Najtipičniji predstavnici ovih veoma efikasnih institucija na bankarsko-finansijskom tržištu su svakako penzioni fondovi.

Finansijski sistemi razvijenih zemalja EU-e u obogaćeni su pojavom i razvojem novih tipova finansijskih posrednika, od kojih se poseban značaj pridaje upravo penzionim fondovima. Ove relativno mlade finansijske organizacije su ostavile dubok trag na tim finansijskim tržištima i danas čine njihov nezaobilazan sastavni deo. Razvoj ovih institucija je imao značajne pozitivne uticaje na razvoj privrede i finansijskog sistema u zemljama EU-e, a kao najvažnije mogu se istaći: porast nivoa institucionalne štednje, porast broja alternativa za pribavljanje izvora finansijskih sredstava od strane preduzeća, jačanje konkurencije među finansijskim institucijama, intenzivan razvoj finansijskih inovacija, produbljivanje i razvoj tržišta kapitala i pogotovo tržišta korporativnih akcija i obveznica, itd.

Penzioni fondovi u većini zemalja EU-e spadaju u red najvećih institucionalnih investitora i takozvanih "velikih igrača" na finansijskim tržištima. Imaju ogroman značaj i veliko učešće na finansijskim tržištima budući da raspolazu velikim iznosima sredstava.

Penzioni fondovi su institucionalni investitori koji obezbeđuju pojedincima sigurnost i stabilnost prihoda po okončanju radnog veka.⁴⁵ Ova vrsta finansijskih posrednika beleži najbrži rast među institucionalnim investitorima u EU-i. Postoji nekoliko razloga koji su doveli da rasta značaja i uloge penzionih fondova. To su: povećanje nivoa životnog standarda i realnih zarada u većini zemalja EU-e, produžavanje prosečnog životnog veka i povećanje finansijskih potreba stanovništva, poreske olakšice koje nosi izdvajanje u penzione fondove.

Penzioni fondovi obezbeđuju sredstva uplatama zaposlenih, poslodavaca, države, ali sve više i aktivnom ulogom na finansijskom tržištu. Međutim, usled veoma osetljive funkcije koju obavljaju, aktivnosti penzionih fondova na finansijskom tržištu su pod strogom kontrolom države.

⁴⁵ Vasiljević B. (2002) Osnovi finansijskog tržišta, Zavet, Beograd, str. 105.

Značaj penzijskih fondova ogleda se prevashodno u njihovom sve većem učešću u finansijskim aktivama zemalja EU-e sa razvijenim finansijskim tržištem. Konkurentnost fondova ogleda se u prelasku štednje iz klasičnog bankarstva u institucionalno, pre svega zbog većih prinosa koje ovi fondovi mogu da pruže svojim vlasnicima.

Dinamičan rast, karakterišu sledeći faktori: fondovi mogu dati relativno visoke prinose (više od oročenih štednih depozita i depozita po viđenju), uz relativnu sigurnost (usled diverzifikacije portfolija) i uz relativno visok stepen likvidnosti (jer se akcije fonda mogu prodati na tržištu). Stoga su oni katalizatori štednje ka investiranju u finansijskim sistemima zemalja EU-e, koje imaju zrelo finansijsko tržište.

Osnivači penzionih fondova su firme, država, lokalni organi vlasti, unije, sindikati zaposlenih, itd. Osnivači fondova se često nazivaju sponzorima penzionih planova.

U zavisnosti od osnivača, penzione fondove moguće je podeliti u dve velike grupe:⁴⁶

- privatne penzione fondove, koje formiraju preduzeća, organizacije, udruženja i sindikati. Cilj ovih fondova je da sponzor penzionerima obezbedi sigurne penzije i visok životni standard.
- javni ili vladini penzioni fondovi, koje formiraju državni organi ili lokalni organi vlasti. Naglasak ovih fondova je na obezbeđivanju socijalne sigurnosti i egzistencijalnog minimuma penzionerima. Najveći državni fond je socijalno osiguranje.

Vrlo često menadžeri osiguravajućih društava upravljaju sredstvima penzionih fondova. Pored usluga upravljanja portfoliom, sponzor može da angažuje konsultante iz oblasti portfolio menadžmenta, koji u saradnji sa menadžerima razvijaju strategije i planove investicija i diversifikacije plasmana u različite oblike finansijske aktive. Takođe, oni mogu: pružati savete u pogledu tekućih investicija, usluge u poređenju sa drugima, pomoć u merenju i kontroli rezultata i pružati druge značajne usluge.

U Velikoj Britaniji, osnovna karakteristika penzionih fondova predstavlja veliki procenat investiranja u akcije. Smatra se da čak 80% aktive ovih finansijskih institucija je investirano u akcije i to uglavnom američkih firmi. Većina tih transakcija se obavlja na Londonskoj berzi. S obzirom da investicije u instrumente akcionarskog kapitala karakteriše visok nivo rizika, penzioni fondovi u Velikoj Britaniji koriste u većem obimu instrumente hedžinga (fjučerse i opcije). To je jedan od razloga kojima se može objasniti snažan razvoj

⁴⁶ Jednak J. (2005) Finansijska tržišta, Beogradska poslovna škola, Beograd, str. 177.

trgovine ovim instrumentima u Londonu. Inače, i u Velikoj Britaniji ulaganje i poslovanje penzionih fondova je povezano sa nizom poreskih olakšica.

Poslovanje penzionih fondova u Nemačkoj ima neke specifičnosti u odnosu na Veliku Britaniju. U Nemačkoj je osnovna specifičnost da poslodavci mogu zadržati i upravljati sredstvima, koja su izdvojili za penzije zaposlenih. Međutim, da se ne bi vršile zloupotrebe formirana je posebna nacionalna agencija koja garantuje sigurnost isplate penzija.

2.6. Kreditni poslovi sa inostranstvom

Kreditni poslovi sa inostranstvom su regulisani Zakonom o spoljnotrgovinskom poslovanju i matičnim Zakonom o bankama.

Prema Zakonu o deviznom poslovanju kreditni poslovi sa inostranstvom su krediti, koje odobrava banka ili strana banka, i zajmovi između rezidenata i nerezidenata, o kojima rezidenti izveštavaju Narodnu banku Srbije. Znači, reč je o poslovima između rezidenata i nerezidenata, kojima rezident uzima od nerezidenta ili daje nerezidentu zajam.

Kreditni su poslovi između: banke i nerezidenta, kojima banka uzima od nerezidenta kredit, odnosno daje nerezidentu kredit i rezidenta i strane banke, kojima rezident uzima kredit, a zajmovi su poslovi između rezidenta i nerezidenta kojima rezident uzima od nerezidenta ili daje nerezidentu zajam.⁴⁷

Kreditni poslovi su:⁴⁸

- *komercijalni krediti i zajmovi u devizama i dinarima* povezani sa spoljnotrgovinskim prometom robe i usluga, koji obuhvataju odloženo plaćanje i plaćanje unapred robe i usluga do godinu dana sa kamatom, odnosno preko godinu dana.

Komercijalnim kreditom i zajmom smatra se i finansiranje odloženog plaćanja i plaćanja unapred robe i usluga koje kreditor ili zajmodavac odobrava dužniku - kupcu po spoljnotrgovinskom prometu robe i usluga tako što po nalogu kupca obavezu izmiruje neposredno prodavcu,

- *finansijski krediti i zajmovi u devizama* koje kreditor, odnosno zajmodavac odobrava dužniku tako što sredstva stavlja na raspolaganje uplatom na račun dužnika.

Pod finansijskim kreditima i zajmovima podrazumevaju se i svi oblici finansiranja koje odobravaju banke, strane banke i druge strane finansijske institucije. Finansijskim kreditom

⁴⁷ Barać S., Stakić B., Ivaniš M. (2007) Praktikum za bankarstvo i finansije, FFMO, Beograd, str. 176.

⁴⁸ Zakon o deviznom poslovanju, Sl. glasnik RS, br. 62/2006, 31/2011 i 119/2012

smatra se i finansiranje trgovine robom ili pružanja usluga u kojoj rezident nije ugovorna strana u poslu, a koje odobrava banka.

Komercijalne i finansijske kredite i zajmove dužniku može odobriti jedan kreditor, odnosno zajmodavac ili grupa kreditora ili zajmodavaca (sindicirani kredit ili zajam).

Kreditni poslovi sa inostranstvom su i:

- subordinirani krediti i zajmovi u devizama,
- kratkoročni oročeni bankarski depoziti u devizama sa rokom otplate do godinu dana između banke i strane banke, koji se koriste tako što banka - kreditor uplaćuje sredstva na račun banke - dužnika,
- kratkoročne bankarske kreditne linije u devizama sa rokom otplate do godinu dana između banke i strane banke, koje se koriste tako što banka - kreditor vrši plaćanja po nalogu banke - dužnika,
- drugi poslovi koji imaju obeležja kreditnog posla sa inostranstvom.

Kreditnim poslovima sa inostranstvom smatraju se i:

- bankarske garancije, aval i drugi oblici jemstva koje banka daje u korist nerezidenta – kreditora po kreditima koje rezidenti uzimaju iz inostranstva i po kreditnim poslovima između dva nerezidenta u inostranstvu,
- jemstva i druga sredstva obezbeđenja koja rezident - pravno lice i preduzetnik daje u korist nerezidenta - kreditora po kreditima koje rezidenti uzimaju iz inostranstva, kao i jemstva i druga sredstva obezbeđenja koja rezident - pravno lice daje po kreditnim poslovima između dva nerezidenta u inostranstvu.

Kreditnim poslovima sa inostranstvom smatraju se i krediti i zajmovi u dinarima koje u skladu sa odredbama ovog zakona međunarodne finansijske organizacije i razvojne banke ili finansijske institucije čiji su osnivači strane države odobravaju rezidentima, kao i krediti u dinarima koje banke odobravaju nerezidentima.

2.6.1. Subjekti kreditnih poslova

Banke mogu zaključivati kreditne poslove sa inostranstvom u svoje ime i za svoj račun, u svoje ime i za tuđ račun i u tuđe ime i za tuđ račun.

Rezident - pravno lice može uzimati kredite i zajmove iz inostranstva i odobravati nerezidentima komercijalne zajmove u svoje ime i za svoj račun i u svoje ime i za tuđ račun, dok finansijske zajmove može nerezidentima odobriti u svoje ime i za svoj račun. Rezident - pravno lice može davati jemstva i druga sredstva obezbeđenja u korist nerezidenta - kreditora

po kreditima koje rezidenti uzimaju iz inostranstva i pribavljati garancije, jemstva i druga sredstva obezbeđenja od nerezidenata po kreditima koje odobrava nerezidentima, a jemstva i druga sredstva obezbeđenja po kreditnim poslovima između dva nerezidenta u inostranstvu.

Rezident - pravno lice koje je Republika osnovala posebnim zakonom radi finansiranja izvoza, može obavljati kreditne poslove sa inostranstvom i prenositi, odnosno platiti ili naplatiti potraživanja i dugovanja po tim poslovima, u skladu sa tim posebnim zakonom.

Rezident - preduzetnik može u svoje ime i za svoj račun uzimati kredite i zajmove iz inostranstva, davati jemstva i druga sredstva obezbeđenja u korist nerezidenta - kreditora po kreditima koje rezidenti uzimaju iz inostranstva, odobravati nerezidentu komercijalne zajmove i pribavljati garancije, jemstva i druga sredstva obezbeđenja od nerezidenata po kreditima koje odobrava nerezidentima.

Banka, rezident - pravno lice, preduzetnik i fizičko lice mogu zaključivati druge poslove koji imaju obeležja kreditnih poslova sa inostranstvom u skladu sa propisom Narodne banke Srbije. Rezident - fizičko lice može iz inostranstva uzimati kredite i zajmove sa rokom otplate dužim od godinu dana, koji se koriste uplatom sredstava kredita na račun tog rezidenta kod banke, dok takve kredite i zajmove rezident - ogranak stranog pravnog lica može uzimati od nerezidenta - osnivača.

Nerezident može bez ograničenja davati garancije, jemstva i druga sredstva obezbeđenja u korist nerezidenta - kreditora po kreditima koje rezidenti uzimaju iz inostranstva. Banka može rezidentu - pravnom licu i preduzetniku odobriti kredit u devizama za plaćanje uvoza robe i usluga iz inostranstva. Banka može rezidentu - fizičkom licu odobriti kredit u devizama radi kupovine nepokretnosti u zemlji.

Republika i Narodna banka Srbije ne garantuju za izvršenje obaveza po kreditnom poslu sa inostranstvom, osim u slučajevima predviđenim zakonom.

2.6.2. Kupovina potraživanja rezidenata

Kredite i zajmove u dinarima banci, rezidentu - pravnom licu i preduzetniku mogu odobravati samo međunarodne finansijske organizacije i razvojne banke ili finansijske institucije čiji su osnivači strane države, i to pod uslovima i na način koji propiše Narodna banka Srbije. Kredite u dinarima nerezidentima mogu odobravati samo banke, i to pod uslovima i na način koji propiše Narodna banka Srbije.

Banka može zaključivati kreditne poslove sa inostranstvom u svoje ime i za svoj račun, u svoje ime i za tuđ račun i u tuđe ime i za tuđ račun. Banka može davati bankarske garancije,

avale i druge oblike jemstva u korist nerezidenta - kreditora po kreditima koje rezidenti uzimaju iz inostranstva i pribavljati garancije, jemstva i druga sredstva obezbeđenja od nerezidenata po kreditima koje odobrava nerezidentima, a garancije, avale i druge oblike jemstva po kreditnim poslovima između dva nerezidenta u inostranstvu može davati pod uslovom da ugovori i od nerezidenta pribavi instrumente obezbeđenja naplate.

Banka može učestvovati u sindiciranom finansijskom kreditu ili zajmu koji grupa stranih kreditora odobrava nerezidentu pod uslovom da ugovori i od nerezidenta pribavi instrumente obezbeđenja naplate u takvom kreditu ili zajmu koji se odobrava rezidentu.

Banka može kupiti potraživanje od nerezidenta - učesnika u sindiciranom finansijskom kreditu ili zajmu koji grupa stranih kreditora odobrava dužniku, kao i prodati nerezidentu svoje potraživanje po ovom osnovu. Banka može učestvovati u sindiciranom komercijalnom kreditu ili zajmu koji se odobrava rezidentu ili nerezidentu za finansiranje odloženog plaćanja i plaćanja unapred po spoljnotrgovinskom prometu robe i usluga, kupovati potraživanje od nerezidenta - učesnika u takvom sindiciranom kreditu i prodavati nerezidentu svoje potraživanje. Banke, odnosno rezidenti, osim rezidenata - fizičkih lica, i nerezidenti, mogu prenositi, odnosno platiti ili naplatiti potraživanja i dugovanja rezidenata koja su nastala po osnovu kreditnog posla sa inostranstvom. Potraživanja i dugovanja koja su nastala po osnovu kreditnog posla sa inostranstvom rezidenta - javnog preduzeća i pravnog lica sa državnim kapitalom ili pravnog lica koje je u procesu restrukturiranja ili privatizacije mogu se prenositi, odnosno platiti ili naplatiti samo na osnovu ugovora, saglasnosti ili izjava zaključenih između svih učesnika u poslu, uz prethodno pribavljenu saglasnost Vlade, osim potraživanja i dugovanja rezidenta - pravnog lica koje je Republika osnovala posebnim zakonom radi finansiranja izvoza.

2.6.3. Finansijski krediti

Finansijski krediti uzeti iz inostranstva mogu se koristiti za plaćanje uvoza robe i usluga i finansiranje izvođenja investicionih radova u inostranstvu, koje rezidenti zaključuju u okviru obavljanja svoje delatnosti, kao i za otplatu ranije korišćenih kredita iz inostranstva (refinansiranje). Rezidenti mogu finansijske kredite iz inostranstva uzimati i za druge namene na način i pod uslovima koje utvrdi Narodna banka Srbije. Rezidenti - pravna lica mogu nerezidentima odobravati finansijske zajmove pod uslovom da je nerezident - dužnik po kreditnom poslu u većinskom vlasništvu rezidenta.

Narodna banka Srbije može utvrditi obim i uslove pod kojima banke mogu da uzmu kratkoročne oročene bankarske depozite i kratkoročne bankarske kreditne linije od stranih banaka. Rezidenti – pravna lica mogu nerezidentima odobravati finansijske kredite iz dobiti koju rezidenti ostvare poslovanjem u inostranstvu i to pod uslovom da je nerezident – dužnik po kreditnom poslu u većinskom vlasništvu rezidenta.

Pod navedenim uslovima rezidenti – pravna lica mogu davati i jemstva po kreditnim poslovima između dva nerezidenta u inostranstvu. Pri obavljanju napred navedenih kreditnih poslova sa inostranstvom, rezident – pravno lice dužno je da ugovori i od nerezidenta pribavi instrumente obezbeđenja naplate.

Narodna banka Srbije može da propiše način i uslove pod kojima banke i rezidenti – pravna lica mogu odobravati finansijske kredite nerezidentima i davati bankarske garancije i jemstva po kreditnim poslovima između dva nerezidenta u inostranstvu.

NBS je donela Odluku o načinu, rokovima i obrascima za evidentiranje kreditnih poslova sa inostranstvom.⁴⁹

Kreditni poslovi sa inostranstvom se registruju kod Narodne banke. Tome podležu: ugovor, promene, raskid ugovora, korišćenje kredita, otplata i naplata kredita, kao i garancije. Pre zaključivanja ugovora domaće lice je obavezno da o nameri sklapanja posla izvesti NB. NB propisuje način, rokove, i obrasce za registraciju i evidentiranje kreditnih poslova sa inostranstvom. Prema Odluci ovlašćena banka i rezident – pravno lice i preduzetnik, koji s nerezidentom zakluče ugovor o kreditnom zaduženju (rezident – dužnik po kreditnom poslu) – NBS podnose na evidentiranje: prijavu kreditnog zaduženja (Obrazac KZ-2) i sve vrste izmena, i to u roku od deset dana od dana zaključenja ugovora o kreditnom zaduženju.

Rezident koji s nerezidentom zakluči ugovor o kreditnom odobrenju (rezident–kreditor), NBS podnose na evidentiranje prijavu kreditnog odobrenja (Obrazac KO-2, KO-5), izmene, storno prijave kreditnog odobrenja, plan realizacije...

Registrovanje kreditiranja po poslovima izvoza koji se naplaćuje u roku dužem od 180 dana i uvoza koji se plaća u roku dužem od 180 dana pre uvoza, regulisano je posebnom odlukom NBS.

⁴⁹ Odluka o načinu, rokovima i obrascima za evidentiranje kreditnih poslova sa inostranstvom, Sl. glasniku RS, br. 9/07

Slika 1. Primer Obrasca KZ-2

ПРИЈАВА КРЕДИТНОГ ЗАДУЖЕЊА			1. складишна пријава 2. конкретна пријава
1. Евидентирање у Народној банци Србије		2. Датум закључене уговора	
име број пријаве број складишне пријаве		1. да 2. не	
4. Резидент – дужник по кредитном послу			
матични број			
5. Резидент – корисник по кредитном послу			
1. јединица 2. поштом матични број			
6. Н резидент – кредитор			
1. јединица 2. поштом свој број			
7. Н резидент – добavitelj – кредитор		8. Страна осигуравајућег државног агенства	
1. јединица 2. поштом свој број		свој број	
9. Уговорени и пог кредитног задужења		10. Износ кредитног задужења у валути копиланте	
свој број свој број		свој број свој број	
11. Метод протеклог протеклог		12. Квалитет стања	
1. да 2. не		у % од 4 деценије свој број свој број	
13. Тренутно кредитног задужења		14. Интерполарна квалитет	
1. да 2. не		1. да 2. не	
15. Врста променљиве квалитет стање		16. Укупан број рата	
свој број		свој број свој број	
17. Греш перманент		18. Греш перманент	
свој број		свој број	
19. Гарант		20. Супер гарант	
матични број		матични број	
21. Врста кредитног задужења		22. Намена кредитног задужења	
свој број		1. јединица 2. поштом свој број	
23. Складишна банка преко које се региструје кредитно задужење		24. Систем за рефинансирање дуга	
матични број		матични број	
25. Напомена			
26. Сваки документ			
М.П. (Народна банка Србије)		М.П. (Подносилац)	
Датум пријаве		Датум пријаве	

Izvor: Barać S., Stakić B., Ivaniš M. (2007) *Praktikum za bankarstvo i finansije*, FFMO, Beograd, str. 178.

2.7. Garancijski poslovi

Prema Zakonu o deviznom poslovanju garancijski poslovi su poslovi izdavanja i pribavljanja garancija, avala, jemstava i drugih sredstava obezbeđenja, koje banka obavlja u skladu sa propisima o bankama.

Prema *Zakonu o obligacionim odnosima*⁵⁰ bankarskom garancijom se obavezuje banka prema primaocu (korisniku) da će mu za slučaj da mu treće lice ne ispuni obavezu o dospelosti izmiriti obavezu ako budu ispunjeni uslovi navedeni u garanciji.

Garancijskim poslovima smatraju se i:⁵¹

- jemstva koja rezident pravno lice daje nerezidentu po osnovu spoljnotrgovinskog prometa robe i usluga i izvođenja investicionih radova u Republici,
- garancije i jemstva koja rezident pravno lice pribavlja od nerezidenta po osnovu spoljnotrgovinskog prometa robe i usluga i izvođenja investicionih radova u inostranstvu, kao i po poslu sa drugim rezidentom pravnim licem u Republici,
- garancijski poslovi koje obavlja rezident - pravno lice koje je Republika osnovala posebnim zakonom radi finansiranja izvoza.

Banka izdaje i pribavlja garancije, avale, jemstva i druga sredstva obezbeđenja. Izuzetno, banka ne može pribavljati garancije i jemstva od nerezidenata po potraživanjima u Republici, koja su nastala po osnovu inostranih kredita za koje je država preuzela obavezu otplate prema inostranstvu.

Rezident - pravno lice, koje je Republika osnovala posebnim zakonom radi finansiranja izvoza, može obavljati garancijske poslove. Rezident - pravno lice može dati jemstvo nerezidentu po poslu uvoza robe i usluge drugog rezidenta, kao i nerezidentu koji izvodi investicione radove u Republici. Rezident - javno preduzeće i pravno lice sa državnim kapitalom ili pravno lice koje je u procesu restrukturiranja ili privatizacije može davati jemstvo nerezidentu po poslovima iz stava 4. ovog člana pod uslovima i na način koji propiše Vlada. Rezident - pravno lice može pribaviti garanciju i jemstvo od nerezidenta po poslu izvoza robe i usluga i izvođenja investicionih radova u inostranstvu drugom nerezidentu, kao i po poslu između tog rezidenta i drugog rezidenta - pravnog lica u Republici.

U garancijskom poslu učestvuju najmanje tri lica između kojih se zasnivaju tri pravna odnosa: poverilac, dužnik i banka garant.

⁵⁰ Zakon o obligacionim odnosima, Sl. list SFRJ, br. 29/78, 39/85, 45/89 - odluka USJ i 57/89, Sl. list SRJ, br. 31/93 i Sl. list SCG, br. 1/2003 - Ustavna povelja

⁵¹ Zakon o deviznom poslovanju, Sl. glasnik RS, br. 62/2006, 31/2011 i 119/2012

Kada je reč o pravnom odnosu između poverioca i dužnika, može da se kaže da osnovni ugovor može biti ugovor o kupovini i prodaji robe, ugovor o delu, ugovor o novčanom kreditu ili bilo koji drugi ugovor sa odloženim rokom plaćanja ili trajnim izvršenjem činidbe. S druge strane pravni odnos između banke i nalogodavca nastaje zaključenjem ugovora o izdavanju bankarske garancije. Osnovna obaveza koju je banka preuzela izdavanjem garancije jeste da njenom korisniku isplati garantni iznos kada se za to ispune uslovi navedeni u samoj garanciji. Banka je dužna da isplati garantni iznos ako dužnik iz osnovnog ugovora ne ispuni o dospelosti svoju ugovornu obavezu, a ostvare se za to i ostali uslovi navedeni u samoj garanciji.⁵²

2.7.1. Pojam i vrste bankarskih garancija

Pored Zakona o obligacionim odnosima bankarska garancija je regulisana propisima iz oblasti deviznog poslovanja i bankarskim propisima. Na garancije se primenjuje zakon koji je nadležan u mestu u kome garant obavlja svoje poslove, a ukoliko garant posluje na više mesta, primeniće se zakon koji je nadležan za poslovnu jedinicu koja je izdala garanciju.

Elementi garancije nisu određeni zakonom već prirodom posla. Bitni elementi su uobičajeno: naziv (firma) i sedište davaoca garancije, naziv (firma) i sedište primaoca garancije, navođenje podataka o osnovnom poslu, novčani iznos na koji garancija glasi, datum i mesto izdavanja garancije, rok važenja garancije, potpis ovlašćenog lica i forma bankarske garancije.

Bankarske garancije mogu da se razvrstaju prema različitim kriterijumima:⁵³

- vrsti ugovora ili drugog pravnog posla čije izvršenje se obezbeđuje garancijom,
- uslovu koji mora da bude ispunjen da bi se isplatio garantni iznos,
- odnosu bankarske organizacije prema osnovnom poslu.

Licitaciona garancija ili garancija za učešće na licitaciji, predstavlja garanciju kojom se banka obavezuje da će korisniku garancije (kupcu, naručiocu, investitoru) isplatiti garantnu sumu za slučaj da učesnik na licitaciji čija je ponuda prihvaćena ne ispuni one obaveze koje su predviđene u licitacionim uslovima. Ovakav oblik garancije se koristi kada se licitacija raspisuje za izvođenje investicionih radova u inostranstvu, isporuku opreme i kompletnih industrijskih objekata i uređaja.

Garancija za dobro izvršenje posla je garancija kojom se banka obavezuje da će korisniku garancije (investitoru, naručiocu, kupcu) isplatiti određenu sumu novca ako dužnik

⁵² Barać S., Stakić B., Ivaniš M. (2007) Praktikum za bankarstvo i finansije, FFMO, Beograd, str. 179.

⁵³ Barać S., Stakić B., Ivaniš M. (2007) Praktikum za bankarstvo i finansije, FFMO, Beograd, str. 182.

iz osnovnog posla (prodavca, davalac usluga) ne ispuni ili ne ispuni kako valja svoje ugovorne obaveze. Ono što je karakteristično za ovu garanciju je da ona nema tretman kreditnog posla sa inostranstvom.

Garancija za vraćanje avansa je garancija kojom banka preuzima obavezu da će korisniku garancije isplatiti garantnu sumu za slučaj da isporučilac (izvođač radova, prodavac) ne ispuni svoje ugovorne obaveze za koje je položen avans ili ne vrati avans na drugi način. Daje se najčešće kod ugovora iz oblasti investicione izgradnje, kao i ugovora čiji je predmet neka individualna određena stvar, koja ima potrebna svojstva i specijalne namene.

Uslovna garancija je garancija u kojoj je naveden uslov koji mora da bude ispunjen da bi korisnik garancije stekao pravo da se obrati banci sa zahtevom za isplatu garantnog iznosa.

Bezuslovna garancija podrazumeva da se ne traži da korisnik podnosi dokaze kojim se potvrđuje da je ispunjen uslov za isplatu garantnog iznosa. U njoj je sadržana klauzula "na prvi poziv" ili druga klauzula sa istim značenjem.

Supergarancija podrazumeva da poverilac iz osnovnog ugovora može zahtevati da mu dužnik pored garancije pribavi supergaranciju od neke treće banke. U praksi se javlja kada poverilac nema dovoljno poverenja u banku koja je prvobitno dala garanciju.

Kontra garancija se javlja kada propisi zemlje korisnika naređuju da garanciju izda banka koja ima sedište u zemlji korisnika, dok je nalogodavac za izdavanje garancije nalazi u drugoj zemlji.

Samostalna garancija ili garancija sa klauzulom "bez prigovora" predstavlja oblik garancije koji se masovno koristi u poslovima međunarodne trgovine. Ovom se garancijom pokriva rizik neispunjenja obaveza iz osnovnog ugovora i rizik nepunovažnosti jedne takve obaveze.

Aksesorna bankarska garancija je oblik personalnog obezbeđenja kod koga banka može prema korisniku garancije da ističe sve prigovore koje može da ističe jamac prema glavnom dužniku. Retko se koristi u poslovima međunarodne trgovine.

Konzorcijalne (garancije kod kojih više banaka daju garanciju) i *individualne* garancije (garancija koju daje jedna banka).

Pokrivene (garancije kod kojih nalogodavca polaže pokriće kod banke iz koga banka isplaćuje garantni iznos korisniku garancije) i *nepokrivene garancije* (banka isplaćuje garanciju iz sopstvenih sredstava).

U zavisnosti da li se garancijom obezbeđuje izvršenje novčane ili nenovčane obaveze, garancije se dele na *činidbene* i *platežne* garancije.

2.8. Depozitni poslovi

Prema Zakonu o deviznom poslovanju depozitni poslovi su poslovi na osnovu ugovora o depozitu između nerezidenta i banke, kao i između rezidenta i banke u inostranstvu.

Banka bez ikakvog ograničenja može držati devize i na računima kod drugih banaka i u inostranstvu. Što se tiče rezidenata, oni mogu držati devize na računu kod banke u inostranstvu pod uslovima i na način na koji propiše Narodna Banka Srbije.

Odlukom Narodne banke Srbije donete na osnovu čl.27, st.2. ZDP-a date su odredbe, načini i uslovi pod kojima rezidenti mogu držati devize na računima banaka u inostranstvu.

Devize na računu kod banke u inostranstvu mogu držati sledeći rezidenti:⁵⁴

1. diplomatska, konzularna i druga predstavništva Republike Srbije u inostranstvu koja se finansiraju iz budžeta Republike Srbije do iznosa neophodnog za finansiranje tih predstavništava, navedenog u rešenju ministarstva nadležnog za poslove inostranih poslova, odnosno drugog nadležnog organa.
2. domaći državljani zaposleni u predstavništvima do ukupnog iznosa zarada ostvarenih od momenta upućivanja u ta predstavništva;
4. lica koja se upućuju na rad u misiju Republike Srbije u inostranstvu na osnovu odluke nadležnog organa, kao i predstavnici državnog organa koji u inostranstvu borave na osnovu odluke Vlade Republike Srbije – do iznosa navedenih u tim odlukama.
5. lica koja se na stručno usavršavanje upućuju na osnovu rešenja – u visini troškova iz tog rešenja, kao i lica kojima se mogu prenositi sredstva plaćanja po osnovu izdržavanja porodice – do iznosa utvrdjenog propisom kojim se uređuju lični i fizički prenos sredstava plaćanja u inostranstvo i iz inostranstva;
6. lica koja se iseljavaju iz Republike Srbije, na osnovu dokaza o iseljenju – do iznosa koji je iznet iz Republike Srbije, u smislu propisa iz odredbe pod 4. ovog stava;
7. strani državljani koji na osnovu dozvole za boravak, odnosno radne vize, borave u Republici Srbiji duže od jedne godine;
8. vlasnici nepokretnosti – do iznosa vrednosti nepokretnosti navedene u ugovoru o kupoprodaji.

Rezident može držati devize na računu kod banke u inostranstvu pod uslovom da je za to dobio odobrenje Narodne banke Srbije. Rezident kome je Narodna banka Srbije odobrila

⁵⁴ Narodna banka Srbije, Odluka o uslovima pod kojima se rezidentu može odobriti držanje deviza na računu u inostranstvu, Službeni list SRJ, br.25/2002.

držanje deviza na računu kod banke u inostranstvu, dužan je da Narodnu banku Srbije izveštava o stanju sredstava na tom računu, u skladu sa propisom kojim se uređuje obaveza izveštavanja Narodne banke Srbije o poslovanju sa inostranstvom.

Kada je reč o nerezidentima u Republici Srbiji, oni mogu na računu kod banke držati devize i dinare bez ograničenja. Narodna banka Srbije propisuje uslove pod kojima banke mogu da otvaraju račune nerezidentima i način vođenja tih računa.

Kada je reč o prenosu sredstava sa računa u inostranstvo, važno je napomenuti da i nerezident i rezident – ogranak pravnog lica koji posluje preko nerezidentnog računa vrši prenos sa tog računa u inostranstvo pod uslovom da je prethodno izmirio poreske obaveze iz tog posla prema Republici. Kada je reč o prenosu u inostranstvo sa štednog deviznog i dinarskog računa nerezidenta kod banke, on se obavlja slobodno.

2.9. Poslovi po osnovu ugovora o osiguranju

Zakon o osiguranju⁵⁵ propisuje da poslovi po osnovu ugovora o osiguranju obuhvataju plaćanja premija i osiguranih iznosa na osnovu ugovora između osiguravajućeg društva - nerezidenta i rezidenta kao osiguranika kao i između osiguravajućeg društva - rezidenta i nerezidenta kao osiguranika, u skladu sa ovim zakonom.

Zakon o deviznom poslovanju definiše plaćanja po osnovu ugovora o osiguranju. Rezidenti - društva za osiguranje mogu da vrše plaćanja radi deponovanja i ulaganja u inostranstvo, u skladu sa odredbama zakona koji uređuje poslove osiguranja. Rezident može plaćati premije osiguranja na osnovu ugovora o osiguranju koji je zaključen sa nerezidentom - osiguravajućim društvom, pod uslovom da je takav ugovor dozvoljen zakonom koji uređuje poslove osiguranja.

⁵⁵ Zakon o osiguranju, Sl. glasnik RS", br. 55/2004, 70/2004 - ispr., 61/2005, 61/2005 - dr. zakon, 85/2005 - dr. zakon, 101/2007, 63/2009 - odluka US i 107/2009

2.10. Jednostrani prenosi sredstava plaćanja

Jednostrani prenosi sredstava plaćanja se dele na lične i fizičke prenose. Pitanja jednostranih prenosa sredstava plaćanja regulisana su Odlukom o uslovima za lične i fizičke prenose sredstava plaćanja u inostranstvo i iz inostranstva⁵⁶.

Lični prenos sredstava plaćanja je prenos sredstva iz Republike u inostranstvo ili iz inostranstva u Republiku koji se vrši između rezidenta fizičkog lica i nerezidenta. Obuhvata poklone i pomoć, nasledstva, rente, sredstva za podmirenje duga useljenika i sredstava koja iznose iseljenici, odnosno prenose u inostranstvo.

Fizički prenos sredstava plaćanja podrazumeva svaki prenos gotovine u dinarima, kao i prenos efektivnog stranog novca i hartija od vrednosti u materijalizovanom obliku.

Narodna banka Srbije propisuje bliže uslove za lične i fizičke prenose sredstava plaćanja u inostranstvo i iz inostranstva.

Rezident – fizičko lice može prenositi u inostranstvo preko banke sledeća sredstva plaćanja:

- po osnovu poklona – iznos ne veći od 3.000 evra, na osnovu zaključenog ugovora o poklonu koji je overen od strane odgovarajućeg nadležnog organa;
- po osnovu pomoći – iznos ne veći od 500 evra mesečno po jednoj deviznoj štednoj knjižici, odnosno deviznom računu, na osnovu odgovarajuće izjave o pružanju pomoći;
- po osnovu nasledstva – celokupni nasleđeni iznos sredstava, isključivo na osnovu pravosnažnog rešenja u nasleđivanju istih;
- u slučaju iseljenja u inostranstvo – jednokratno, celokupan iznos sredstava na deviznom računu odnosno deviznoj štednoj knjižici, na osnovu dokaza o iseljenju iz Republike;
- u slučaju useljenja u Republiku – iznos sredstava za podmirenje duga u matičnoj zemlji, na osnovu dokaza o postojanju duga, pod uslovom da je nadležnom organu podnet zahtev za prijavu boravka;

Nerezident koji posluje preko nerezidentnog računa i rezident - ogranak stranog pravnog lica, koji posluje preko rezidentnog računa vrše prenos sa tih računa u inostranstvo pod uslovom da su prethodno izmirili poreske obaveze iz tog posla prema Republici, o čemu podnosi potvrdu nadležnog poreskog organa o izmirenim poreskim obavezama.

⁵⁶ NBS, Odluka o uslovima za lične i fizičke prenose sredstava plaćanja u inostranstvo i iz inostranstva, Sl. glasnik RS”, br. 67/2006

III BEOGRADSKA BERZA

Beogradska berza predstavlja instituciju tržišta kapitala. Iako je predviđeno da se na Beogradskoj berzi može organizovati trgovanje brojnim finansijskim instrumentima: akcijama, dužničkim hartijama od vrednosti, varantima za kupovinu akcija ili obveznica, derivatima, depozitnim potvrđama itd., u praksi prevladava trgovina akcijama i dugoročnim obveznicama Republike Srbije.

Prema *Zakonu o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata* (2006) Beogradska berza obavlja delatnost organizovanja trgovine hartijama od vrednosti i finansijskim derivatima na berzanskom i vanberzanskom tržištu, koja obuhvata sledeće poslove:

1. organizovanje javne ponude hartija od vrednosti i povezivanja ponude i tražnje hartija od vrednosti;
2. objavljivanje informacija o ponudi, tražnji i tržišnoj ceni hartija od vrednosti i drugih podataka značajnih za trgovinu hartijama od vrednosti;
3. utvrđivanje i objavljivanje kursnih lista hartija od vrednosti;
4. obavljanje drugih poslova u skladu sa Zakonom.

Slika 2. Organizacija tržišta Beogradske berze



Izvor: http://www.belex.rs/trzista_i_hartije/organizacija_trzista

Pokazatelji trenda i ukupnih kretanja na Beogradskoj berzi su indeksi: BELEXfm, koji daje prikaz kretanja cena svih običnih akcija uključenih na slobodno tržište i BELEX15, koji prati kapitalizaciju koja se nalazi u slobodnom prometu (*free-float*) za 15 najlikvidnijih akcija, kojima se trguje po metodu kontinuiranog trgovanja. Maksimalni ponder za svaku komponentu je ograničen na 20%. BELEX15 se određuje i objavljuje sa cenama u toku dana (cena na otvaranju, najviša dnevna cena, najniža dnevna cena) kao i sa cenom na zatvaranju.

U svojoj knjizi Čirović (2007) navodi da je uloga berzanskih indeksa da:

- pokazuju opšte stanje na tržištu kapitala;
- koriste se kao reperi da bi se sagledalo kretanje neke konkretne akcije ili nekog portfolija akcija;
- pomažu proučavanju tržišnih ciklusa, trendova i ponašanja u cilju prognoze budućeg ponašanja tržišta. (s. 129)

Tokom 2003. i 2004. godine uvedeno je kontinuirano i daljinsko trgovanje i intenzivirana je međunarodna saradnja sa drugim razvijenim berzama i berzama u okruženju. U toku 2005. godine akcenat je stavljen na unapređenje procesa informisanja i izveštavanja sa Berze. U rad su pušteni i prvi informacioni servisi za distribuciju podataka iz trgovanja u realnom vremenu. U toku 2006. godine otpočeo je i proces edukacije najšire javnosti, kao i unapređenje saradnje sa izdavaocima hartija od vrednosti, što je u aprilu 2007. godine dovelo i do prvog listiranja akcija. (dostupno na: http://www.belex.rs/o_berzi/istorijat). Reč je o deonicama kompanije *Tigar* iz Pirota.

Od 2008. godine Beogradska berza učestvuje u organizaciji *Roadshow* konferencija za domaća preduzeća, a akcije srpskih kompanija uključene su u sve veći broj indeksa međunarodnih agencija, koji pokrivaju regionalno tržište kapitala. U prvoj polovini 2008. godine u rad je pušten BELEXFIX informacioni sistem, zasnovan na FIX protokolu, a krajem iste godine jedan od članova Beogradske berze postao je prvi market mejker na domaćem tržištu kapitala.

Početkom 2010. godine unapređenje trgovačkog sistema realizovano je kroz BELEX FIX API modul, kojim se članovima Berze omogućava korišćenje sopstvenih aplikacija za trgovanje, a time i veća likvidnost i kvalitet tržišta. Sredinom 2010. godine u trgovanje na Beogradskoj berzi uključene su i prve akcije javnih preduzeća Srbije.

3. Poslovi berze

Berza obavlja poslove organizatora tržišta u skladu sa Zakonom i upravlja, odnosno obavlja delatnost u vezi sa funkcionisanjem regulisanog tržišta i multilateralne trgovačke platforme (MTP).

Prema *Odlukama o izmenama i dopunama Pravila poslovanja Beogradske berze a.d. Beograd (2013)* poslovi Berze na regulisanom tržištu su:

- (1) povezivanje ili olakšavanje povezivanja različitih interesa trećih lica za kupovinom i prodajom hartija od vrednosti na tržištu, a u skladu sa obavezujućim pravilima tržišta i na način koji dovodi do zaključenja ugovora u vezi sa hartijama od vrednosti uključenih u trgovanje;
- (2) čuvanje i obelodanjivanje informacija o tražnji, ponudi, kotaciji i tržišnim cenama hartija od vrednosti, kao i drugih informacija značajnih za trgovanje hartijama od vrednosti u skladu sa Zakonom i aktima Komisije za hartije od vrednosti;
- (3) uspostavljanje i sprovođenje:
 - 1) uslova za članstvo na Berzi,
 - 2) uslova za uključenje hartija od vrednosti u trgovanje, privremenu obustavu i isključenje iz trgovanja,
 - 3) uslova za trgovanje hartijama od vrednosti,
 - 4) tržišnog nadzora nad trgovanjem hartijama od vrednosti u cilju sprečavanja i otkrivanja nepostupanja po Pravilima, Zakonu i podzakonskim aktima, naročito u delu odredbi koje regulišu zloupotrebe na tržištu,
 - 5) procedura za pokretanje disciplinskih postupaka protiv članova Berze i ovlašćenog brokera članova Berze koji se ponašaju suprotno odredbama opštih akata Berze, Zakona i podzakonskih akata;
- (4) obavljanje drugih poslova u vezi sa regulisanim tržištem u skladu sa Zakonom i podzakonskim aktima.

Berza organizuje i upravlja:

- (1) Regulisanim tržištem koje čine:
 - 1) Segmenti listinga (Listing):
 - 2) Segment koji nije listing - Open Market
- (2) multilateralno trgovačkom platformom - MTP Belex.

Na regulisano tržište hartije od vrednosti mogu biti uključene na zahtev javnog društva (izdavalac). Hartije od vrednosti koje ne ispunjavaju uslove za uključanje na listing uključuju se na Open Market. U slučaju da hartija od vrednosti ne ispunjava uslove za uključanje ni na jedan od segmenata regulisanog tržišta, hartije od vrednosti se uključuju na MTP Belex.

Uslovi i postupak uključanja hartija od vrednosti na listinge regulisanog tržišta, kao i druga pitanja u vezi sa listingom regulisanog tržišta regulisani su Pravilnikom o listingu Berze.

Za uključanje hartija od vrednosti na Open Market, kao i kontinuirano tokom kotacije hartije od vrednosti na Open Market, izdavalac, mora da ispuni sledeće uslove:

- (1) da nad izdavaocem nije otvoren postupak stečaja ili likvidacije;
- (2) alternativno najmanje:
 - 1) 300.000 EUR- iznos trajnog kapitala, odnosno knjigovodstvena vrednost kapitala prema finansijskim izveštajima iz poslednjeg obračunskog perioda koji prethodi podnošenju zahteva iz člana 61. ovih Pravila ili iznos tržišne kapitalizacije akcija kojima se trguje na drugom segmentu regulisanog tržišta, odnosno MTP, ili
 - 2) 15% akcija distribuirano u javnosti (free float).

Postupak uključanja hartija od vrednosti na Open Market počinje na osnovu ispunjenog propisanog obrasca zahteva za uključanje na Open Market, čiju sadržinu i obrazac propisuje Direktor Berze, a zahtev se mora odnositi na sve izdate hartije od vrednosti izdavaoca iste vrste i klase.

3.1. Članstvo na berzi

Poslove trgovine hartijama od vrednosti na Berzi obavljaju članovi Berze, koji mogu biti investiciona društva (brokersko dilerska društva i ovlašćene banke) kojima je Komisija za hartije od vrednosti rešenjem izdala dozvolu za obavljanje delatnosti investicionog društva.

Podnosilac zahteva za članstvo za sticanje statusa člana Berze, kao i tokom perioda članstva na Berzi, dužan je da u svakom trenutku ispunjava sledeće opšte uslove za članstvo na Berzi:

- (1) stručna osposobljenost za članstvo na Berzi:
 - 1) imenovanje najmanje dva zaposlena kod podnosioca zahteva koja su ovlašćena da u njegovo ime i za njegov račun zaključuju poslove na Berzi, te pristupaju i koriste BelexFIX u svojstvu ovlašćenog korisnika u skladu sa ovim Pravilima i koja ispunjavaju uslove propisane ovim Pravilima za izdavanje dozvole za trgovanje brokeru člana Berze;

(2) tehnička osposobljenost i organizovanost za članstvo na Berzi:

- 1) obezbeđenje ispunjenosti uslova iz priloga ovih Pravila – "Minimalni tehnički uslovi za korišćenje BelexFIX" kojima se omogućava stalna i pouzdana komunikacija sa BelexFIX,
 - 2) obezbeđen smeštaj servera i klijentskih radnih stanica u obezbeđenim i adekvatnim prostorijama u svom poslovnom sedištu, a dati prostor mora biti adekvatno klimatizovan, te obezbeđen adekvatnim uređajima za napajanje strujom, uključujući i rezervne sisteme za napajanje, te u kojim prostorijama nije dozvoljen pristup neovlašćenim licima Člana Berze;
- (3) da akcionar koji poseduje većinsko (preko 50%) učešće u osnovnom kapitalu Podnosioca zahteva, broker/diler i članovi uprave Podnosioca zahteva nemaju, niti su imali to svojstvo kod člana Berze prema kome je Berza u periodu od 2 godine koji prethodi podnošenju zahteva izrekla meru suspenzije u trajanju od šest meseci ili isključenje iz članstva Berze zbog izrečene mere trajne zabrane obavljanja trgovine na Berzi.

Svi članovi Berze su ravnopravni u ostvarivanju svojih prava i obaveza.

Član Berze ima pravo:

- (1) da na berzanskim sastancima preko svog ovlašćenog brokera trguje na Berzi;
- (2) da koristi slobodni berzanski prostor i raspoloživu berzansku opremu u skladu sa aktima Berze;
- (3) da koristi BelexFIX u skladu sa ovim Pravilima i aktima Berze;
- (4) na jednak pristup svim informacijama relevantnim za trgovinu na Berzi;
- (5) druga prava utvrđena ovim Pravilima i drugim aktima Berze.

Broker člana Berze je fizičko lice koje je član Berze ovlastio da u njegovo ime i za njegov račun učestvuje u zaključivanju poslova na Berzi i kome je Berza rešenjem izdala dozvolu za trgovanje na osnovu podnetog zahteva člana Berze, u pisanoj formi.

3.2. Trgovanje na Berzi

Trgovanje na berzanskim sastancima organizuje se jednom od sledećih metoda trgovanja:

- (1) metod preovlađujuće cene,
- (2) metod kontinuiranog trgovanja.

Trgovanje se organizuje u okvirima raspona modela zone fluktuacije utvrđenog za svaki pojedinačni tržišni segment.

Model zone fluktuacije predstavlja skup primenjenih zona fluktuacije koje mogu biti:

- (1) apsolutna zona fluktuacije /AZF/ - najveće dozvoljeno odstupanje cene od indikativne cene hartije od vrednosti, odnosno raspon cena van kojeg nije dozvoljeno zaključivanje transakcija na istom berzanskom sastanku;
- (2) statička zona fluktuacije /SZF/ - odstupanje cene od indikativne cene, a čije dostizanje aktivira vanredne faze trgovanja;
- (3) dinamička zona fluktuacije /DZF/ - odstupanje cene u odnosu na prethodnu cenu hartije od vrednosti, a čije dostizanje aktivira skup faze unutar-dnevne aukcije.

Model zone fluktuacije obavezno sadrži AZF, a koja može biti primenjena samostalno ili u kombinaciji sa SZF i/ili DZF.

SZF može biti deo modela zone fluktuacije na tržišnim segmentima na kojima se trguje metodom preovlađujuće cene i metodom kontinuiranog trgovanja.

DZF može biti deo modela zone fluktuacije samo na tržišnim segmentima na kojima se trguje metodom kontinuiranog trgovanja.

DZF se aktivira ukoliko je moguće zaključiti transakciju na granici ili van raspona DZF, čime se aktivira vanredna faza - skup faza unutar-dnevne aukcije.

Na tržišnim segmentima regulisanog tržišta i MTP Belex primenjuje se model zone fluktuacije koji sadrži AZF i SZF.

3.3. Postupak nadzora i kontrole nad članom Berze

Berza obavlja poslove nadzora i kontrole nad trgovanjem na Berzi i poslovanjem članova Berze u vezi sa poslovima koje obavljaju na regulisanom tržištu i MTP Belex, i preduzima mere iz svoje nadležnosti radi obezbeđenja organizovanog, nesmetanog, poštenog i efikasnog funkcionisanja regulisanog tržišta i MTP Belex, u skladu sa Zakonom, podzakonskim aktima, odredbama ovih Pravila i drugih akata donetih na osnovu ovih Pravila.

Prema Odlukama o izmenama i dopunama Pravila poslovanja Beogradske berze a.d. Beograd (2013) redovni nadzor nad trgovanjem i kontrolu poslovanja članova Berze u vezi sa poslovima koje zaključuju na Berzi, Berza vrši:

(1) preko posebnih nadzornih radnih stanica, i to:

- 1) u realnom vremenu tokom berzanskog sastanka (neuobičajeno kretanje cena i obima prometa, a koje mogu ukazivati na različite oblike zloupotreba u trgovanju),
- 2) po završetku berzanskog sastanka, analizom informacija o trgovanju

(2) pregledom dokumentacije i poslovnih knjiga člana Berze koja je u vezi sa poslovima hartijama od vrednosti.

IV OKVIR AKTUELNE SVETSKE EKONOMSKE KRIZE

Gotovo sve vrste kriza često imaju zajedničko poreklo, koje podrazumeva nagomilavanje neodrživih ekonomskih ravnoteža i neusklađenosti u cenama aktive ili deviznim kursevima, često u kontekstu izobličenja i strukturalnih rigidnosti finansijskog sektora. Pod pojmom finansijska kriza podrazumeva se "proces opšteg kontinuiranog pada tržišne cene finansijskih instrumenata, na određenom tržištu."⁵⁷

Do pada cene dolazi zbog povećanja ponude u odnosu na tražnju, odnosno kada je opšta ponuda hartija od vrednosti, u dužem vremenskom period, veća do njihove tražnje.

Smatra se da finansijska kriza može da bude uzrok celokupne privredne krize, kao što je to bilo u slučaju svetske krize od 1929. do 1933. godine, za koju se vezuje pokušaj SAD-a i Francuske da uvećaju svoje zlatne rezerve iznad svojih potreba u međunarodnim plaćanjima. Ponekad se istovremeno mogu javiti i elementi valutne, bankarske i dužničke krize kao što je to bio slučaj u azijskoj krizi 1997. godine i meksičkoj krizi 1994/95. godine.

"Ono što je u nekim istočnim zemljama počelo kao valutna kriza proširilo se u bankarsku i dužničku krizu, koja se najubedljivije ilustrovala u Indoneziji 1997. godine."⁵⁸ Međutim, hronološki sled kriza ne mora obavezno da ukazuje na povezanost.

Faktori koji dovode do neravnoteža i koji izazivaju osetljivost privrede na finansijske poremećaje, grupišu se u kategorije koje nisu uzajamno isključive, a to su: nestabilne makroekonomske politike, slabosti u finansijskim strukturama, globalni finansijski uslovi, pogrešna politika deviznog kursa i politička nestabilnost. Takođe, ekonomska aktivnost ima tendenciju ka fluktuiranju, koje dovodi do pomeranja na tržištu, a i potresima u finansijskom sistemu.

U osnovi, ovi faktori čine uslove pod kojima se krize dešavaju, stoga ih "treba razlikovati od najbližih pokretača kriza, koji su obično događaji ili novosti koje dovode do toga da ekonomski agenti ponovo procene svoje pozicije."⁵⁹

⁵⁷ Stakić B. (2012) Međunarodne finansijske institucije, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 313.

⁵⁸ Bajec, J. i dr. (2006) Savremeni privredni sistemi, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 312.

⁵⁹ Jakšić, M. i dr (2005) Doktrine velikih ekonomista, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 149.

4. Uzroci krize

Mnogi ekonomisti se slažu u oceni da su dešavanja u američkoj privredi, krajem 2008. godine vrlo slična događajima, koji su obeležili krizu iz 70-ih godina XX veka, kada je takođe došlo do snažnog udara na strani ponude i kada je cena nafte skočila skoro četiri puta, a zbog korišćenja nafte kao glavnog energenta skočile su i cene svih drugih proizvoda. To isto se desilo i polovinom 2008. godine kada je cena nafte takođe narasla.

Kada se govori o sadašnjim kriznim procesima i njihovim korenima, zapažaju se nova gledišta i shvatanja. U primeni raznovrsnih instrumenata, kojima se služi ekonomska politika posebno se ističe značaj kreditno-monetarne politike, funkcionisanje tržišta novca i kapitala i preko toga upotreba hartija od vrednosti, jednako kao i mehanizam kamatne i profitne stope, koje imaju ključnu ulogu u funkcionisanju modela tržišne ekonomije. Često se polazi čak i od činjenice da su SAD-e iz Drugog svetskog rata izašle kao hegemonistička sila na vojnom, političkom i ekonomskom polju. Takav status im je omogućio da odmah posle rata krenu da uređuju međunarodne ekonomske odnose. Na to putu desilo se da je na konferenciji u Breton Vudsu 1944. godine, doneta odluka da se osnuje Međunarodni monetarni fond (MMF) i Međunarodna banka za obnovu i razvoj (Svetska banka). Često se ističe da je Međunarodni monetarni fond osnovan sa ciljem da umesto zlatnog standarda uvede jedan normativno zasnovan međunarodni monetarni sistem oslonjen na novac bez zlatnog pokrića.

Osnova bretonvudske konferencije je bila snaga SAD-a i njihov interes u jačanju privreda ostatka sveta, ali i sputavanje Sovjetskog Saveza. To je podrazumevalo da dolar igra ulogu svetskog novca, odnosno da se "u dolarima iskazuju devizni pariteti drugih valuta, da se vrše međunarodna plaćanja, prave kalkulacije i fakturišu cene, da se dolari drže kao monetarna rezerva u drugim zemljama, da i stranci štede u dolarima, odnosno da dolar bude podloga međunarodne likvidnosti."⁶⁰

Friedman i Zeihan ističu da su u to vreme SAD-e ojačale zahvaljujući ratnoj privredi i iscrpljenosti Evrope i Sovjetskog Saveza.⁶¹ Dolar je postao svetski novac, garantovan konvertibilnošću u zlato od strane Sistema federalnih rezervi.

Ustaljeni proces deregulacije u periodu nakon završetka Drugog svetskog rata, neki smatraju kao uzrok krize. Naime, "u potrazi za stalno rastućim profitima, pohlepni novčani rentijeri su kreirali brojne varijante fiktivnih i veoma rizičnih dužničkih finansijskih

⁶⁰ Jovanović Gavrilović P. (2007) Karakteristike savremenog međunarodnog finansijskog tržišta, referat za kongres SRRRS, Vrućica

⁶¹ Friedman J. and Zeihan P. (2009) The United States, Europe and Bretton Woods II, Stratfor, accessed 10/21/2009.

instrumenata i kroz primenu različitih tehnika stimulisanja kredita stvorili iluziju da su egzotični proizvodi maštovitih finansijskih mađioničara sigurni."⁶²

Stoga se kao osnovni razlog nastanka svetske finansijske krize često navodi globalna makroekonomska neravnoteža, koja je produkt deregulacije finansijskog tržišta i bankarskog sistema i višegodišnje ekspanzivne monetarne politike SAD-a. Naime, neoklasična ekonomska škola nije priznavala neravnoteže u makroekonomskim proporcijama. Pristalice ove škole su smatrale da tržište predstavlja mesto gde se sreću i funkcionišu ponuda i tražnja, stoga su propagirali stav da je ispunjenjem uslova savršene konkurencije garantovana opšta ravnoteža u privredi, koja ne zahteva intervenciju ekonomske politike.

Oni su zagovarali model savršenog tržišta, koji je podrazumevao stabilnost cena, savršenu konkurenciju, homogenost proizvoda, ogroman broj prodavaca i kupaca, pristup informacijama i konstantnost prinosa. Međutim, uslovi za model koji su zagovarali neoklasici ne postoji na realnom tržištu, a sve odluke se donose uz maksimalno pokriće rizika. Na nedostatke ove teorije su još 1977. godine pokušali da ukažu Dixit i nobelovac Jozef Štiglic u radu o monopolističkoj konkurenciji i optimumu diverzifikacije proizvoda,⁶³ ističući da "neoliberalni kapitalizam ima vrlo ozbiljnu sistemsku grešku koja je morala da dovede do teških deformacija i koja, ako se ponovo nastavi forsiranje tog modela, može da dovede do kolapsa tog tipa kapitalizma."⁶⁴ Pretpostavlja se da bi do kolapsa već došlo da nisu upumpana ogromna sredstva u sferu uslužnog i u sferu proizvodnog sektora.

Tako je umesto kapitalizma, u kojem je dominirala Kejnsova makroekonomska politika, ekonomska nauka zastupala politiku Milтона Fridmana, koju karakteriše deregulacija privrednih tokova, isključenje države u sferi privrede, potpuna dominacija tržišta, maksimalna liberalizacija spoljne trgovine, maksimalna liberalizacija stranih direktnih investicija, sveobuhvatna privatizacija i sl. Ovaj model su prihvatili i tadašnji američki predsednik Ronald Regan i britanska premijerka Margaret Tačer. Međutim još 1979. godine Paul Krugman⁶⁵ je identifikovao nedostatke ovog modela, ukazavši da se aktuelna finansijska kriza u SAD i u celom svetu nije na vreme predvidela i da i danas u ekonomskoj nauci postoje dijametralno suprotni stavovi o njenom razrešenju.

Krugman je smatrao da je ekonomija sisteme stvarnih privreda zamenila svojim modelima, zasnovanim na nepostojećoj ekonomiji, odnosno racionalnom ponašanju

⁶² Radonjić O. (2009) Uzroci tekuće globalne finansijske krize: magla koja je uspešno prodana, u: Nova srpska politička misao, broj 3-4

⁶³ Kovačević M. (2010) Uzroci i neke posledice svetske ekonomske krize, u: Ekonomski vidici, str. 113.

⁶⁴ Dixit A. K. and Stiglitz J. E. (1977) Monopolistic competition and optimum product diversity, American Economic Review, str. 297-308.

⁶⁵ Krugman P. (2009) How Did Economists Get it so Wrong?, The New York Times, September 6.

proizvođača i potrošača i perfektnoj konkurenciji.⁶⁶ Tako je dugo vladajući model (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*) određivao cene finansijskih derivata potraživanja u odnosu na potraživanja. Osvrćući se na stanje u ekonomskoj nauci, posebno u makroekonomiji, Krugman je identifikovao mnoge njene slabosti koje su razlog tome što se aktuelna finansijska kriza u SAD i u celom svetu nije na vreme predvidela i što i danas o načinu njenog rešavanja u ekonomskoj nauci i politici postoje dijametralno suprotni stavovi.

Po njegovoj oceni akademska ekonomija je sisteme stvarnih privreda zamenila sa svojim prekrasnim modelima zasnovanim na nepostojećoj ekonomiji: racionalnom ponašanju proizvođača i potrošača i perfektnoj konkurenciji. Stvar je još gora kada je reč o finansijskim krizama. Dugo vladajući model (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*) ne samo da je pretendovao da omogući izbor optimalnog portfolia, nego i da odredi cene finansijskih derivata, potraživanja u odnosu na potraživanja. Problem je, naravno, u tome što i ova teorija polazi od racionalnog investitora koji racionalno usklađuje prinos i rizik i od čvrstog uverenja da finansijska tržišta perfektno funkcionišu, što znači da cenu finansijske aktive nepogrešivo formiraju na osnovu svih raspoloživih informacija. I u ovoj oblasti, kao i u realnom delu privrede, ove pretpostavke ne postoje. Posebno Krugman zamera što se ravnotežna cena određene finansijske aktive izvodi iz odnosa sa cenama ostale finansijske aktive bez ikakve veze sa stanjem i kretanjima u realnom delu privrede. Kada sve ove pretpostavke nisu ispunjene formiraju se "baloni", na osnovu nereálnih očekivanja, "naduvanih" cena finansijske aktive čije pucanje označava početak finansijske krize. Zbog međusobne povezanosti finansijskih tržišta u svetu, pogotovu ako kriza izbije u zemlji rezervne valute, ona se brzo proširuje na čitav svet. Navedeno je u skladu sa posebnom hipotezom H4, da je pucanje balona na tržištu nekretnina u SAD-u prouzrokovalo velike gubitke banaka, što je podstaklo izbijanje finansijske krize.

Monetarne teorije uzrok finansijske krize vide u nekontrolisanom povećanju i smanjenju količine novca u optičaju, putem kreditiranja privrede, usled čega dolazi do inflacije i kočenja privrednih aktivnosti. Tehničke teorije tvrde da do kriza dolazi usled uvođenja novih pronalazaka i unapređenja u privredu. Time se povećava nezaposlenost, usled čega opada kupovna moć potrošača, uprkos povećanju proizvodnje. To navodi proizvođače na snižavanje cena, koje kad pređu izvesnu donju granicu čini dalju proizvodnju neisplativom. Političke teorije vide uzrok kriza u neodgovornom ponašanju političara, koji manipulišu poreskom i monetarnom politikom.

⁶⁶ <http://www.nspm.rs/ekonomska-politika/uzroci-i-moguci-koncepti-resavanja-svetske-finansijske-krize.html?alphabet=1>

Prema Oskaru Kovaču⁶⁷ finansijske krize nastaju zbog toga što je "pogrešna deregulacija značajno imperfektnih finansijskih tržišta sprečila da se poslovnim bankama nametne odgovorno ponašanje zasnovano na propisanoj proporciji sopstvenog kapitala u odnosu na plasmane."

Navedeno je u skladu sa posebnom hipotezom H3, po kojoj je svetska kriza posledica loše interakcije regulatornih propisa i državnih programa.

Uzroci svetske ekonomske recesije su složeni, stoga i ne čudi činjenica da je sve više naučnih radova napisano na ovu temu. Naime, sve više se ističe da je tzv. svetska ekonomska recesija posledica teške društvene krize, krize vrednosnog sistema, krize morala, krize demokratije, krize međunarodnih institucija i sl.

4.1. Sistemski okvir krize

Sadašnja kriza je, prema mnogim pokazateljima, najveća koju savremeno društvo pamti. Počela je kolapsom na američkom hipotekarnom tržištu u avgustu 2007. godine kao posledica loše regulacije i neusklađenosti ponude i tražnje. Izveštaj MMF-a iz oktobra 2008. godine podseća na suštinsku grešku, a to je potencijalni disbalans proizvodnje i potrošnje.

Kao jedni od krivaca za nastalu situaciju smatraju se menadžment banaka i kreditnih institucija. Drugi krivac je država, koja nije vršila adekvatan nadzor i koja nije na vreme zahtevala veću transparentnost u finansijskom izveštavanju. Na osnovu navedenih činjenica proizilazi da je glavnu ulogu u podrivanju ekonomskog sistema imala kombinacija više faktora zajedno, kao i okolnost da su oni postojali u isto vreme na istom mestu, kao i način njihove interakcije. Većina uzroka koji su doveli do kolapsa finansijskog sistema vezuje se za državnu regulaciju tržišta nekretnina, finansijskog tržišta i bankarskog sektora. Moglo bi se reći da je svaka od njih bila sama po sebi smisljena, ali su zajedno dovele do ogromnih nepredvidivih negativnih posledica.

Sa aspekta finansijskog položaja bitne su i dve dodatne tačke: kriza kreditnih kartica i bazelski sporazum. Federalne rezerve prijavile su 7. februara 2008. godine naglu redukciju upotrebe kreditnih kartica.⁶⁸

Decembra 2007. godine isplata nekih 7,6% pozajmica putem kreditnih kartica kasnila je 60 dana ili do nje uopšte nije dolazilo. Tokom godine koja je prethodila u pitanju je bila

⁶⁷ Kovač O., *Uzroci i mogući koncepti rešavanja svetske finansijske krize*, u: Nova srpska politička misao, (dostupno na: <http://www.nspm.rs/ekonomska-politika/uzroci-i->)

⁶⁸ <http://www.balkanmagazin.net/novosti-i-politika/cid128-18544/ekonomska-kriza-u-sjedinjenim-drzavama>

brojka od 6,4%. Analiza je obuhvatila zajmove po kreditnim karticama u iznosu od 200 milijardi američkih dolara koji su prodani investitorima uz posredovanje velikih kompanija kao što su *Citygroup*, *American Express* i *J.P. Morgan Chase*.⁶⁹

Stanovništvo Sjedinjenih država imalo je u decembru 2007. godine 944 milijarde duga i to uglavnom na revolving karticama, što predstavlja godišnji porast od 2,7%.⁷⁰ Ta cifra ukazuje na vidno smanjenje u odnosu na rast od 11,1% u oktobru i 13,7% u novembru iste godine, što je opet jasan pokazatelj smanjenja potrošačkih navika u vreme oslabljene ekonomije.

"Iako spoljni događaji mogu doprineti krizi ili ubrzati krizu, osetljivost neke zemlje na krizu zavisi od domaćih ekonomskih uslova i politike kao što su prekomerno pozajmljivanje za neproduktivne svrhe, slab finansijski sektor ili nefleksibilan sistem deviznog kursa".⁷¹

Kriza u jednoj zemlji može da utiče i na makroekonomske osnove u drugoj zemlji, bilo zbog trgovinske povezanosti ili povezanosti tržišta kapitala, bilo zbog međusobne povezanosti portfolija kreditora. Na primer, devalvacija u jednoj zemlji negativno utiče na međunarodnu konkurentnost drugih zemalja, a nelikvidnost na jednom tržištu primorava finansijske posrednike da učine likvidnom aktivu na drugim tržištima. Takođe, kriza u jednoj zemlji može da navede kreditore da ponovo procene uslove u drugim zemljama, iako se oni objektivno nisu promenili, ili da navede kreditore da smanje izloženost svojih portfolija i pobegnu u kvalitetnije plasmane.

Nobelovac Štiglic uzroke krize vidi u činjenici da su u SAD-a ohrabrivani oni koji su na kratke staze preuzimali velike rizike, odnosno da su krediti uzimani na nedovoljno transparentan način.

⁶⁹ <http://www.balkanmagazin.net/novosti-i-politika/cid128-18544/ekonomska-kriza-u-sjedinjenim-drzavama>

⁷⁰ Fernando Lopez D'Alesandro, (2008) Ekonomska kriza u Sjedinjenim državama, 28. juli, (dostupno na <http://www.balkanmagazin.net/novosti-i-politika/cid128-18544/ekonomska-kriza-u-sjedinjenim-drzavama>)

⁷¹ Kovač, O. (2001) *Međunarodne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 188.

4.1.1. Ponašanje agencija za kreditni rejting

Kriza koja je izbila u leto 2007. godine, nakon kolapsa američkog hipotekarnog tržišta, pokazala je da pravila Bazela II imaju slabosti. Odluka Komisije za hartije od vrednosti (*Securities and Exchange Commission* - SEC) iz 2004. godine, u vezi sa pravilom neto kapitala dopuštala je američkim investicionim bankama da plasiraju znatno više duga koji je zatim korišćen za pomaganje finansiranja stambenog mehura kroz kupovinu hipotekarnih založnica (*mortgage backed security* – MBS), što je odigralo veliku ulogu u pojavi krize.

Rejting agencije, pored toga što bi trebalo da obezbeđuju nezavisnu procenu rizičnosti dužničkih finansijskih instrumenata, one pomažu da se prevaziđe problem asimetričnih informacija i da se unapredi efikasnost i transparentnost njihovog trgovanja. Primarna uloga rejting agencija jeste da procene rizik aktive, a od pereepcije rizika investitora zavisi u koje će hartije od vrednosti ulagati. Međutim pokazalo se da su rejting agencije uglavnom ocenjivale sposobnost kompanija da o dospeću izvrše plaćanje, a da su manju pažnju posvećivale aspektima likvidnosti pojedinačnih finansijskih institucija.⁷²

Razvoj rejting modela kao i unapređenje zakona koji regulišu poslovanje regulatornih tela neophodan je za jačanje stabilnosti finansijskog tržišta. Međutim, 1977. godine je u Sjedinjenim državama donet zakon (*Community Reinvestment Act* - CRA) sa ciljem sprečavanja diskriminacije siromašnih, a kojim se omogućava davanje zajmova građanima sa neredovnim primanjima i nižim životnim standardom.⁷³

Takvi su zajmovi nazvani subprimarni krediti (*subprime credits*). Ovaj zakon se smatra propustom Karterove administracije, jer dozvoljava pozajmice klijentima za koje nije sigurno da će biti sposobni da ih vrate.

Nakon propasti *dot-com* kompanija, u cilju izbegavanja produbljivanja finansijske krize nastale 1999. godine, uvidajući prednosti tržišta nekretnina investitori su svoja finansijska sredstva usmeravali u ovaj sektor. Rizik je bio prividno zanemarljiv, a dobit prilično velika. Nepokretnost koju su imali u svom vlasništvu, investitori su mogli da prodaju po znatno većoj ceni u odnosu na onu po kojoj su je kupili. Pomenuti zakon (*Community Reinvestment Act* - CRA) je proširen za vreme Klintonove (1996.) i Bušove (2005.) administracije, omogućavajući depozitno-kreditnim institucijama da izdaju subprimarne kredite klijentima sa spornom kreditnom sposobnošću.

⁷² Kovačević, R. (2010) Međunarodne finansije, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, str. 560.

⁷³ www.federalreserve.gov

Fundamentalni problem finansijskog sistema i njegovog kraha bio je slaba kontrola kreditnih plasmana banaka i finansijskih posrednika od strane FED-a. Upravo je nedostatak adekvatne kontrole, kao i CRA, dao prostor depozitno-kreditnim institucijama da izdaju hipotekarne kredite koji nisu iziskivali veliku proceduru i kontrolu. U periodu ekspanzije hipotekarnih kredita, a sve u cilju pružanja sekundarne likvidnosti nelikvidnim oblicima aktive, banke i druge finansijske institucije pribegli su procesu sekjuritizacije nelikvidnih oblika aktive odnosno hipotekarnih kredita.

Da bi emitenti hipotekarnih hartija od vrednosti smanjili rizičnost emitovanih hartija od vrednosti, oni su svoje emisije garantovali kod osiguravajućih kuća poput Fani Mej (*Fannie Mae*), Fredi Mek (*Freddie Mac*) i AIG. Za plasman hartija od vrednosti koje emituju banke po osnovu izdatih hipotekarnih kredita veoma je bitan bonitet njihovog emitenta, i u skladu sa tim se vrši rangiranje hartija od vrednosti koje predstavljaju verovatnoću izvršavanja obaveze dužnika. Procenu investicionog rizika vrše stručne rejting agencije poput *Moody's Investors Service*, *Standard & Poor's* i *Fitch Ratings*. Dužnost rejting agencija jeste da na osnovu stručne analize utvrde korelaciju između finansijske aktive sadržane u hartijama od vrednosti i njihove rizičnosti, i da pruže odgovarajući rejting tranšama od A do E. Na osnovu njihove ocene i visine potencijalnog prinosa finansijske institucije odlučuju gde će uložiti svoja sredstva.

Pre emitovanja svih dužničkih hartija od vrednosti one dobijaju rejting od strane rejting agencija. Što je rizik manji rejting je veći i obratno. Hipotekarne hartije od vrednosti koje su u svojoj osnovi imale loše kredite dobijale su visoke rejtinge. Kako se kriza produbljivala rejting hipotekarnih hartija od vrednosti se postepeno smanjivao, dok se istovremeno smanjivala i vrednost portfolija institucionalnih investitora koji su u sebi sadržali pomenute hartije od vrednosti. Najviše su bile pogođene banke i finansijske institucije koje su osiguravale hartije od vrednosti, jer nisu bile svesne rizika koje su preuzimale. Jedni od najodgovornijih za ovaj propust su rejting agencije čije su loše procene doprinele da ova kriza pređe sa tržišta nekretnina na finansijski sektor.

Visokim vrednovanjem rizičnih hartija od vrednosti, ocenama od B do AAA, stvoreni su uslovi za značajna ulaganja u loše hartije od vrednosti od strane velikih finansijskih institucija koje su bile obavezne da ulažu u visokolikvidne i kvalitetne hartije od vrednosti. Agencije nisu na početku dobro rejtingovale hipotekarne hartije od vrednosti niti su na vreme snizile rejtinge pomenutim hartijama od vrednosti što je proizvelo gubitke koji se mere stotinam milijardi dolara. Ekonomski eksperti su početkom 2008. godine upozoravali da će brojne osiguravajuće institucije sigurno ostati bez AAA rejtinga. Situacija je bila ozbiljna, jer

gubitak najvećeg ranga znači da bi sve hartije od vrednosti i investicije koje su osiguravajuća društva podržala propale, nezavisno od veličine investicije ili kompanije.

Jedna od pominjanih kompanija za kreditni rejting, *Moody's Investors Service*, uklonila je 15. februara 2008. godine AAA rejting *FGIC* kompaniji za osiguranje kredita (četvrtoj po veličini na ovom tržištu), što je stavilo pod znak pitanja sve druge kompanije toga tipa. *Moody's* je *FGIC* spustio za šest nivoa i saopštio da bi kompanija mogla da povрати stari rejting u slučaju dokapitalizacije u iznosu od oko 4 milijarde dolara. Posle samo nedelju dana agencija za utvrđivanje rizika *Fitch Ratings* degradirala je solventnost AMBAK osiguravajuće korporacije, takođe jedne od vodećih u svetu. U periodu od samo šest dana osiguravajuća korporacija MBIA je najavila pokretanje procesa kojim bi trebalo da bude povećan kapital, a kako bi se izbegla redukcija njihovog AAA rejtinga, što je bilo od presudnog značaja za dalje poslovanje.

Tri najveće agencije za dodelu kreditnog rejtinga: *Moody's Investors Service*, *Standard & Poor's* i *Fitch Ratings* nalaze se pod istragom tužioca Sjedinjenih država zbog propusta u radu i nepoštene prakse koja je poreske obveznike Sjedinjenih država koštala milijarde dolara.

4.1.2. Sukob interesa i lobiranje

Uvidevši mogućnost ostvarivanja velikih profita mnoge poslovne banke veći deo svojih sredstava usmeravale su u hipotekarne kredite i *subprime* hipotekarne kredite. Pored poslovnih banaka i drugih depozitno-kreditnih institucija i investicione banke su uvidele značajan potencijal u ostvarivanju profita na tržištu hipotekarnih hartija od vrednosti. Povoljni krediti koje su banke izdavale svojim klijentima doveli su do kreiranja velike tražnje za nekretninama što je vršilo pritisak na rast cena nekretnina.

Tokom 2007. godine, rejting agencije ostvarile su rekordni prihod. Zaradile su čak tri puta više za ocenjivanje ovih složenih proizvoda nego od korporativnih obveznica, svog tradicionalnog biznisa. Rejting agencije, su se takmičile i u oceni određenih hipotekarnih založnica i kolateralizovanih dužničkih obligacija (*collateralised debt obligations – CDO*) koje izdaju investicione banke, za koje su kritičari tvrdili da doprinose smanjenju rejting standarda. Smatra se da postojao sukob interesa između velikih finansijskih institucija i Sektora za poslove Trezora (*Treasury Department*). Taako je na primer Henry Paulson, bivši izvršni direktor Goldmana Sachs-a, postao sekretar za finansije predsednika Džordža Buša. Sukob interesa je postojao i između velikih finansijskih institucija i Komisije za hartije od vrednosti, koja je zadužena za njihov nadzor. Na primer, od januara 2009. godine, dva

izvršna direktora Komisije za hartije od vrednosti su zauzela pozicije u moćnim bankama neposredno nakon napuštanja Komisije. Put do ovih unosnih pozicija u okviru banaka davao je podsticaj regulatorima da održavaju dobre odnose sa onima koje nadgledaju.⁷⁴

Analizom *Public Citizen*-a utvrđeno je da je najmanje 70 bivših članova Kongresa lobiralo za Vol Strit i sektor finansijskih usluga 2009. godine, uključujući i dva bivša lidera većine u Senatu (Trent Lott i Bob Dole), dva bivša lidera većine u Beloj kući (Richard A. Gephardt i Dick Armey) i bivšeg vladinog zvaničnika (J Dennis Hastert). Pored poslanika, 56 bivših saradnika Kongresa i vladinih bankarskih komiteta koristilo je svoju stručnost da lobiraju za finansijski sektor.⁷⁵

Takođe, u periodu januar – jun 2009. godine, četiri najveće banke u SAD-u su potrošile milione dolara na lobiranje, uprkos primanju pomoći za spasavanje poreskih obaveznika: Citigroup 3,1 milion dolara, JPMorgan Chase 3,1 milion dolara, Bank of America 1,5 miliona dolara i Wells Fargo 1,4 miliona dolara.⁷⁶

Komisija za istraživanje finansijske krize (*The Financial Crisis Inquiry Commission*) je izvestila u januaru 2011. godine da je u periodu od 1998. do 2008. godine finansijski sektor SAD-a potrošio 2,7 milijardi dolara za troškove lobiranja.⁷⁷

4.1.3. Laki kreditni uslovi

Svetska ekonomska kriza počela je od običnog stambenog ili hipotekarnog kredita, koji su banke 2007. godine odobravale svojim građanima. Hipotekarnoj krizi doprinela je i odluka kojom je 1999. godine ukinut GSA zakon (*Glass-Steagall Act*) iz 1933. godine čime je izbrisana razlika između poslovnih i investicionih banaka i uvedena potpuna liberalizacija, koja je poslovnim bankama dozvolila da se bave berzanskim operacijama, čime su omogućene dodatne nekontrolisane spekulacije.⁷⁸

Izmenjenom finansijskom regulativom bankama je omogućeno da odobravaju kredite i građanima, koji ne ispunjavaju standardne bankarske kriterijume kreditne sposobnosti, tzv.

⁷⁴ Lewis M. Einhorn D. (2009) *The End of the financial world as we know it*, (dostupno na: <http://www.nytimes.com/2009/01/04/opinion/04lewiseinhornb.html?pagewanted=all>)

⁷⁵ Lichtblau E. (2010) *Lawmakers regulate banks then flock to them*, (dostupno na: <http://www.nytimes.com/2010/04/14/business/14lobby.html?pagewanted=all>)

⁷⁶ Kranish M., Wirzbicki A. (2009) *Bailed-out banks lobby hard to stave off limits*, (dostupno na: http://www.boston.com/business/articles/2009/09/27/bailed_out_banks_battle_to_reshape_bills/)

⁷⁷ Igan, D., Mishra, Prachi and Tressel, T. (2009) *A Fistful of Dollars: Lobbying and the Financial Crisis*, in MF Working Paper No 09/287, IMF, Washington DC, str. 4.

⁷⁸ Dušanić B. J. (2009) *Dolarska alhemija i kazino ekonomija – svetska ekonomska kriza*, str. 132., (dostupno na: www.dusanic.rs/dolarska%20alhemija%20i%20kazino%20ekonomija%20-%20svetska%20ekonomska%20kriza.pdf)

sabprajm (*subprime*) kredite uz promenljive kamatne stope. Te mere i smanjenje kamatnih stopa doveli su do ogromnog rasta hipotekarnih kredita, koji u periodu posle 2000. godine beleže rast.

Uvođenjem novih finansijskih instrumenata je napravljena nova vrsta hipotekarnih kredita, koji po povoljnim uslovima, u početnim godinama, finansiraju kupovinu nekretnina za sopstvene potrebe stanovanja. Ovi krediti su omogućavali domaćinstvima da se lakše i više zaduže u odnosu na svoj dohodak. Bankari, koji su davali te kredite, kao i zaposleni u raznim finansijskim institucijama obmanjivali su potencijalne korisnike tih kredita, ubeđujući ih da oni mogu da otplaćuju kredit, iako su znali da to nije moguće.

Na taj način je počelo odobravanje hipotekarnih kredita i kreditno nesposobnim dužnicima, pa se veliki broj američkih građana, koji nije imao finansijskih mogućnosti da kupi stan ili kuću, zaduživao kod banaka, uzimajući stambene kredite. Garancija za kredit je bila stan ili kuća koju su nameravali da kupe. Na početku je ovaj model dobro funkcionisao, jer su i građani slabog finansijskog stanja kupovali kuće i stanove, a banke i hedž fondovi su sticali ogromne profite. Izgledalo je da svi imaju koristi od ovog modela. Zadovoljni su bili i finansijeri, i stanovništvo, i stanogradnja, i privreda u celini. Međutim, vrlo brzo se ispostavilo da veliki broj klijenata nije bio sposoban da vraća uzete kredite.

Kreditno opterećenje, koje je u početku otplate bilo niže, vremenom se uvećavalo. Kao rezultat visoke tražnje, svakodnevno su nicali brojni fondovi, nudeći sve više kuća i stanova, čiji bonitet niko nije kontrolisao. S jedne strane tržište nekretnina je cvetalo, a s druge strane na sekundarnom tržištu cene akcija hedž fondova i banaka su vrtoglavo rasle. Zbog visokih profita, koje su donosile akcije ovih fondova i verovanja u snagu američke privrede SAD, akcije ovih fondova i banaka su masovno kupovane širom sveta.

U uslovima pada plata u SAD i porasta cena na hranu i naftu 2007. godine došlo je do ozbiljnih poteškoća pri otplati izuzetno velikog broja hipotekarnih kredita. Problem se rasplamsao kada milioni ljudi nisu mogli više da vraćaju kredite, zbog čega se na tržištu pojavilo mnogo kuća i stanova, koji su imali slabu tražnju. Investicioni fondovi su, iako u početku nisu bili u panici, verujući da će prodajom hipoteke, odnosno kuća i stanova, moći lako da pokriju nastale gubitke, masovno bankrotirali. Tako su problematični stambeni krediti bili konvertovani u hartije od vrednosti, koje su putem finansijskih institucija plasirane na finansijsko tržište. U ovim transakcijama važnu ulogu su imale dve federalne kvazidržavne korporacije Fani Mej (*Fannie Mae – Federal National Mortgage Association*) i Fredi Mek (*Fredie Mac – Federal Home Loan Mortgage Corporation*). Međutim, cene hipotekarnih

akcija su padale, jer su velike finansijske institucije iz celog sveta, što brže htele da se oslobode hartija od vrednosti, koje su ubrzano gubile vrednost.

Od osnivanja *Fanny Mea* 1938. godine država se sve više mešala u tržište kuća i stanova u Sjedinjenim državama. Pošto se smatralo da su efekti *Fanny Mea* iscrpljeni, 1970. godine je osnovan *Freddie Mac* (*Federal Home Mortgage Corporation*, FHLMC) da bi davao kredite i kreditne garancije za kupovinu kuća. Iako je javnost bila ubeđena da je i to državna kuća kao *Fanny Mea*, *Freddie* je bio privatna firma. Međutim, i *Fanny Mea* je privatizovana 1968. godine, ali je javnost, uključujući bankare, nastavila da veruje da je reč o državnim kompanijama. Obaveze osiguranja hipoteka su usled navodnog državnog statusa smatrane manje rizičnim. Tako su *F&F* (*Fannie* i *Freddie*) decenijama osiguravali hartije od vrednosti emitovane na osnovu hipoteka, što je garantovalo plaćanje glavnice i kamate.⁷⁹

Delatnost *F&F* kao i drugih investitora na polju hipoteka i osiguranja hipoteka se lakše razume ako se pomene CRA, zakon o obavezi davanja zajmova siromašnijim građanima i manjinama (*Community Reinvestment Act*). Banke su dobijale CRA rejting, koji nije bio manje značajan od njihovog kreditnog rejtinga. Time je lokalna zajednica vršila pritisak na hipotekarnu i kreditnu politiku banke.⁸⁰ Finansijske ustanove su na osnovu hipotekarnih kredita emitovale vrednosne hartije i prodavale ih na tržištu. Hartije su godinama imale odličnu prođu, kupovale su ih najrazličitiji kupci - investicioni i penzionirani fondovi, banke, opštine, gradovi i države, itd. Osnovni cilj manjih depozitnih institucija, kao što su nebankarske banke (*nonbank bank*) i *Thriffs*, bio je da pruže usluge po nižim cenama.

Prilikom odobravanja kredita pomenute manje finansijske institucije nisu tražile čvrste garancije, dok su se one finansirale od regularnih poslovnih banaka koje su pozajmljivale novac na regularnom finansijskom tržištu. Pored toga što Sistem saveznih rezervi (FED) nije kontrolisao bankarski sistem na način koji je trebao, sprovodeći ekspanzivnu monetarnu politiku, preko snižavanja referentne kamatne stope, FED je učinio kredite još jeftinijim i dostupnijim većem broju korisnika.⁸¹

⁷⁹ O'Driscoll, G. P. (2008) Asset bubbles and their consequences, Cato briefing papers, br. 103, Cato Institute, Vašington, str. 1-10

⁸⁰ Congleton, R. D. (2008) Notes on the fiscal crisis and the bail out, str. 1-14.

⁸¹ Cecchetti S. (2008) Crisis and Responses: the Federal Reserve and the Financial Crisis of 2007-2008, NBER Working Paper, No. 14134

V EFEKTI I POSLEDICE SVETSKE EKONOMSKE KRIZE

Od februara 2008. godine dolar je pao za 28% u odnosu na valute američkih trgovinskih partnera. Ne sme se, pritom, zaboraviti ulogu koju je evro odigrao u invaziji na Irak kada je u pitanju razumevanje značaja monetarne razmene.

Aspekti globalne ekonomske krize su veoma značajni: nezaposlenost a time i socijalno nezadovoljstvo rastu vrtoglavom brzinom, mnoge kompanije i velike platiše poreza ovu krizu neće preživeti, nestašica novca će imati veliki uticaj na državne budžete koji će biti restriktivniji, a ove godine se takođe smeši i inflacija kao ultimativni porez. Države koje zavise od stranih investicija se sada nalaze u velikom problemu, pošto u doba recesije ili čak depresije malo ko investira. Takođe, države koje previše zavise od izvoza sirovina će takođe biti pogođene krizom kao što se već može videti na slučaju Rusije čiji su oligarsi mnoge svoje investicije finansirali uz pomoć banaka koje sada traže veće garancije i to u doba pada cena metala, gasa i nafte. Svi ovi problemi mogu dovesti i do politicke nestabilnosti.

Japan se 2009. godine, takođe, suočio sa negativnom stopom ekonomskog rasta, a stručnjaci OECD-a prognoziraju da i dmga po snazi svetska privreda može očekivati skroman boljitak tek u novoj deceniji. Nemačka, čija je ekonomija bez premca u Evropi, je u trećem kvartalu 2008. godine bila u recesiji, sa negativnom stopom rasta od -0,5 %.

Rast industrijske proizvodnje u Kini je opao a ekspanzija kineskog izvoza koji je, pre svega, usmeren na tržište zemalja Evropske unije, SAD i Japana, više neće biti tako izražena kao u ranijim godinama. Situacija u ostalim jakim svetskim ekonomijama takođe je nepovoljna, a među njima trenutno najveće teškoće ima britanska privreda, koju osim negativne stope rasta nagrizi i jako ranjiv bankarski sistem, slaba i nepouzdana funta i stanje na tržištu nekretnina.

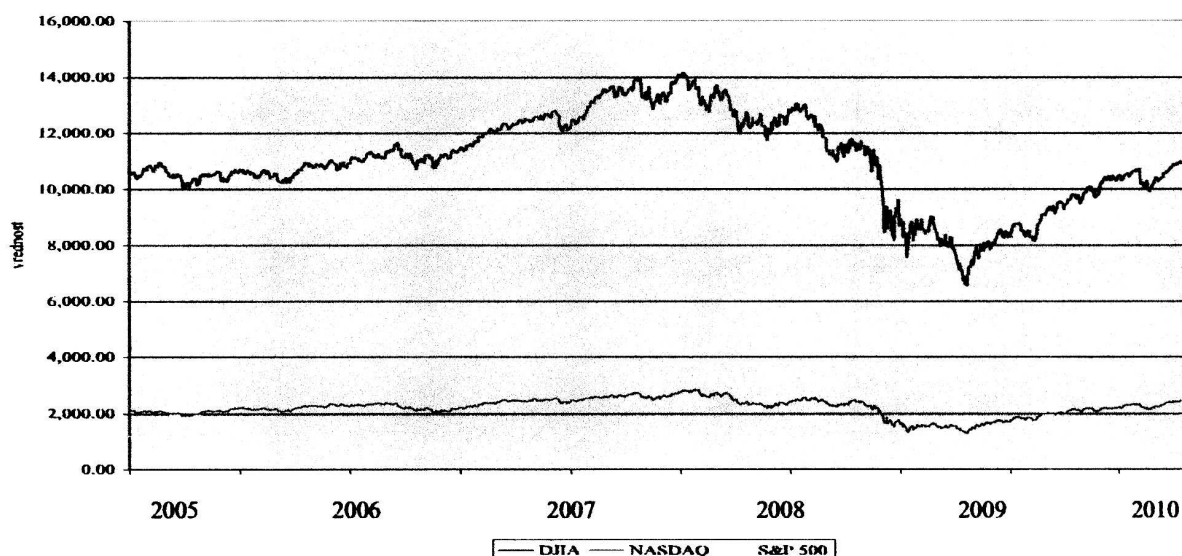
Svetska finansijska kriza, pre svega zbog recesije na tržištima na koja su usmereni poljski, češki i slovački izvoz, naterala je preduzeća u srednjoj Evropi da masovnije obustavljaju proizvodnju, da smanje zalihe, a počinju i otpuštanja.

5. Posledice krize

Države koje zavise od stranih investicija se sada nalaze u velikom problemu, budući da u doba recesije ili čak depresije malo ko investira. Takođe, države koje previše zavise od izvoza sirovina su takođe pogođene krizom. Npr. u Rusiji su tajkuni mnoge svoje investicije finansirali uz pomoć banaka koje sada traže veće garancije i to u doba pada cena metala, gasa i nafte. Svi ovi problemi mogu dovesti i do političke nestabilnosti.

Kolika je dubina krize na početku XXI veka najbolje se može uočiti ako se uporedi dat iznos pozajmljenih sredstava od strane FED-a depozitno-kreditnim institucijama. Iznosi pozajmljenih sredstava FED-a depozitnim institucijama tokom 2008. i početkom 2009. godine bili su visoki. Samo tokom 2008. godine depozitno-kreditne institucije dobile su od FED-a pomoć u ukupnom iznosu od 3.287 milijardi dolara, od čega 2.000 milijardi dolara u poslednja tri meseca 2008. godine. Od 2.000 milijardi dolara pozajmica depozitnim institucijama u oktobru isplaćeno je 648,3 milijardi dolara, u novembru 698,8 milijardi dolara i u decembru 653,6 milijardi dolara. U januaru 2009. godine FED je pozajmio depozitno-kreditnim institucijama 563,5 milijardi dolara.⁸²

Grafikon 4. Kretanje indeksa Nasdaq Composite (IXIC) S&P 500, Dow Jones (DJIA) u periodu od 2005. do 2010. godine.



Vrednost akcija investicionih fondova i banaka koje su najviše pogođene nastalom krizom počela je da opada prenoseći na taj način krizu i paniku sa bankarskog sektora na berzu, stub finansijskog sistema Sjedinjenih država. Kako se kriza produbljivala i privreda

⁸² Congleton, R. D. (2008) *Notes on the fiscal crisis and the bail out*, PDF fajl, str. 1-14.

Sjedinjenih država sve više osećala posledice krize, svi najznačajni indeksi berzi u SAD počeli su da gube vrednost.

Sva tri indeksa *IXIC*, *S&P 500* i *DJI* u posmatranom periodu beležili su rast do oktobra 2007. godine, da bi nakon oktobra otpočeo trend pada sa povremenim oporavcima tržišta. Indeks *Nasdaq* najvišu vrednost od 2.810 indeksnih poena dostigao je 29. oktobra 2007. godine, da bi nakon ovog datuma indeks počeo naglo da gubi vrednost. Prvi značajniji pad indeksa desio se 17. novembra 2008. godine, kada je indeks *Nasdaq* dostigao vrednost od 1.384 indeksnih poena (pad od 51%). Najnižu vrednost u posmatranom periodu od 1.293 indeksnih poena indeks *Nasdaq* dostigao je 2. marta 2009. godine, što predstavlja pad vrednosti od 54% u odnosu na vrednost indeksa zaključno sa 29. oktobrom 2007. godine.

Indeksi *Dow Jones* i *S&P 500* dostigli su najvišu vrednost 8. oktobra 2007. godine nakon čega su oba indeksa naglo počela da gube vrednost. Vrednost *Dow Jones-a* 8. oktobra 2007. godine iznosila je 14.093 indeksnih poena, dok je vrednost *S&P 500* iznosila 1.561 indeksnih poena. Oba indeksa prve značajnije padove ostvarili su 17. novembra 2008. godine, kada je *Dow Jones* indeks opao na 8.046 indeksnih poena (pad od 43%), a *S&P 500* na 800 indeksnih poena (pad od 49%).⁸³

Najniže vrednosti u posmatranom periodu, indeksi su ostvarili 2. marta 2009. godine kada je vrednost indeksa *Dow Jones* iznosila 6.626 indeksnih poena, a *S&P 500* 683 indeksna poena. U odnosu na vrednost indeksa iz oktobra 2008. godine zaključno sa 2. martom 2009. godine, indeks *Dow Jones* izgubio je 53% vrednosti, a indeks *S&P 500* 56% svoje vrednosti.⁸⁴

Džordž Soroš (*George Soros*), jedan od najpoznatijih svetskih biznismena i investitora, je na Svetskom ekonomskom forumu u Davosu 2008. godine rekao: "aktuelna kriza predstavlja kraj razdoblja kreditne ekspanzije zasnovane na dolaru kao valuti međunarodne rezerve - periodične krize upravo su činile deo procesa znatno obuhvatnijeg od proste ekspanzije i recesije, dok aktuelna kriza predstavlja kulminaciju jednog velikog buma koji je trajao više od 60 godina."⁸⁵

Kreditna ekspanzija kao vid vađenja iz aktuelne krize z Soroša predstavlja loše rešenje. Danas je takva formula kontraproduktivna, jer sa naftom, osnovnim prehrambenim proizvodima i drugim sirovim materijalima čije cene sve više rastu, kao i sa brzom revalorizacijom kineske valute juan, Federalne rezerve moraju da brinu o inflaciji. Ukoliko

⁸³ <http://www.standardandpoors.com/indices/sp-500/en/us/?indexId=spusa-500-usduf--p-us-l>

⁸⁴ <http://www.djindexes.com/>

⁸⁵ New York Times 27. januara 2008.(www.nytimes.com)

federalni fondovi oslabe do izvesne tačke, dolar bi ponovo mogao da bude pod velikim pritiskom, a FED bi se suočilo sa ograničenom sposobnošću stimulacije ekonomije. Što bi dovelo i do političkih posledica, odnosno do promena u korelaciji svetskih sila. Sorošov zaključak podrazumeva to da bi aktuelna finansijska kriza, pored recesije globalnih razmera, trebalo da dovede do promene odnosa snaga u svetskoj ekonomiji sa relativnim padom Sjedinjenih država i rastom Kine i drugih razvijenih zemalja sveta.

5.1 Posledice krize na svetsku razmenu

Pad svetske trgovine, koji je zabeležen u trećem kvartalu 2008. godine, ubrzao se. Godišnji pokazatelji svetske trgovine u 2008. godini pokazivali su oštar uspon sve do sredine leta nakon kojeg je, u četvrtom kvartalu, zabeležen veliki pad. Nakon ukupnog rasta od 6,2% zabeleženog u 2008. godini, Svetska banka je 9. decembra 2008. godine, predvidela da će pad svetske trgovine u 2009. godini iznositi 2.1%.⁸⁶

Podaci iz decembra 2008. godine predvideli su ubrzano smanjivanje svetske trgovine pa su SAD-e prijavile vrednosti pada izvoza na mesečnom nivou (-6%). Svi ovi događaji najverojatnije su posledica pada potražnje i to posebno u zemljama OECD-a kao i posledica pada trgovinskih kredita zbog krize finansijskog sektora. Ono što je dramatično u ovim podacima jeste činjenica da trgovina pada brže od potražnje u zemljama OECD-a i izgleda da je taj pad započeo mnogo pre početka najgore recesije, a sigurno pre primene eventualnih protekcionističkih mera.

Pad trgovine važan je iz dva razloga. Prvi razlog je činjenica da je trgovina oduvek predvodnik šire privrede, pa tako i u krizi. Drugi razlog je fluktuacija trgovine koja najpre sledi, a nakon toga širi svoj uticaj na proizvodnju i potražnju; i to više ako zemlja na krizu odgovara ekonomskom politikom "osiromaši komšiju". Ovako sistemski vođen privredni pad u proizvodnji, mnogi ekonomisti sa strahom prepoznaju kao ključni činilac Velike depresije.

Pozitivni trendovi dinamičnog rasta svetske trgovine, kao svojevrsnog pokretača razvoja svetske privrede, koji su ispoljeni u dužem vremenskom periodu, zaustavljeni su u 2008. godini.⁸⁷

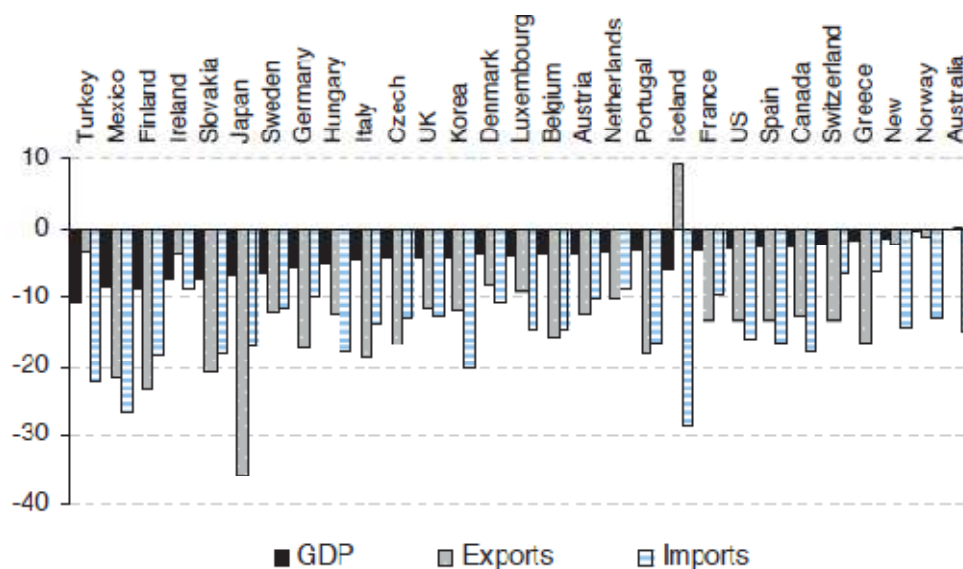
Pad svetske trgovine je bio još jedan znak ozbiljnosti krize. Usled krize u 2008. godini, rast svetske trgovine od 4,1% je bio znatno sporiji u odnosu na 2007.⁸⁸ Prema izveštajima

⁸⁶ econ.worldbank.org

⁸⁷ Popovčić-Avrić S. (2009) Upravljanje izvozom Srbije, u: *Ekonomsko finansijski odnosi Srbije sa inostranstvom: Nužnost nove strategije*, Kragujevac, str. 227.

Svetske trgovinske organizacije (STO), obim svetske trgovine robama i uslugama je pao za 12% u 2009. godini.⁸⁹ To u velikoj meri prevazilazi procenjen gubitak od 5,4% svetskog BDP u toku istog perioda.⁹⁰

Grafikon 5. Realni BDP i uvoz i izvoz roba i usluga
(u procentima, 2008Q4-2009Q1)



Izvor: Anderton, Robert and Tewolde, Tadios (2011) *The global financial crisis: trying to understand the global trade downturn and recovery*, Working Paper series No 1370, European Central Bank, Frankfurt am Main, str. 9.

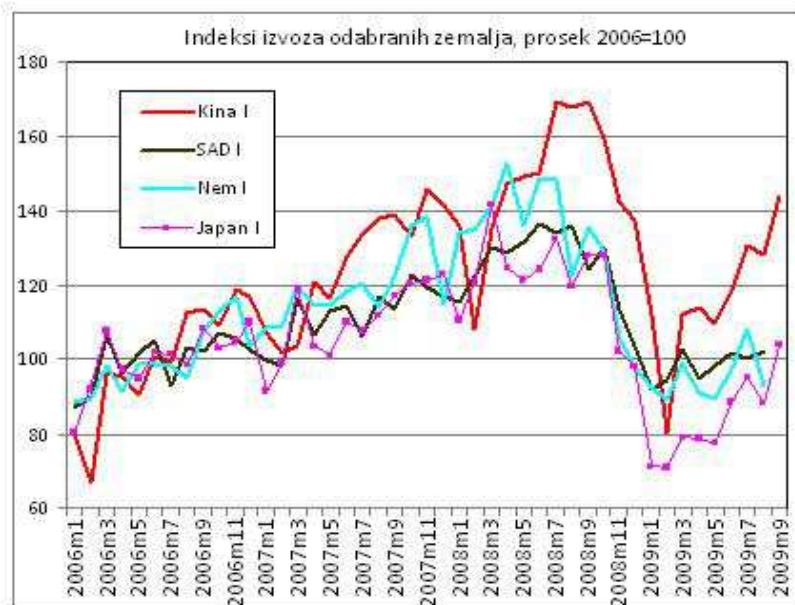
Svetska ekonomska kriza je dovela do opadanja svetske privredne aktivnosti, smanjenja priliva finansijskih sredstava ka tržištima u razvoju, opadanja obima svetske trgovine i smanjenja kretanja investicionih tokova. Stoga, države svetskih ekonomija pokušavaju da preduprede ili smanje uticaj negativnih tokova svetske ekonomske krize, uvažavajući značaj ekonomskih parametara, koji bi mogli da omoguće eventualni oporavak

⁸⁸ Bošnjak M. (2011) Globalna finansijska i ekonomska kriza i njen uticaj na privredu i finansije Srbije, Ministarstvo Finansija Republike Srbije, Beograd, str.16.

⁸⁹ Keeley, B. and Love, P. (2010), From crisis to recovery, OECD Insights, Paris, str. 12.

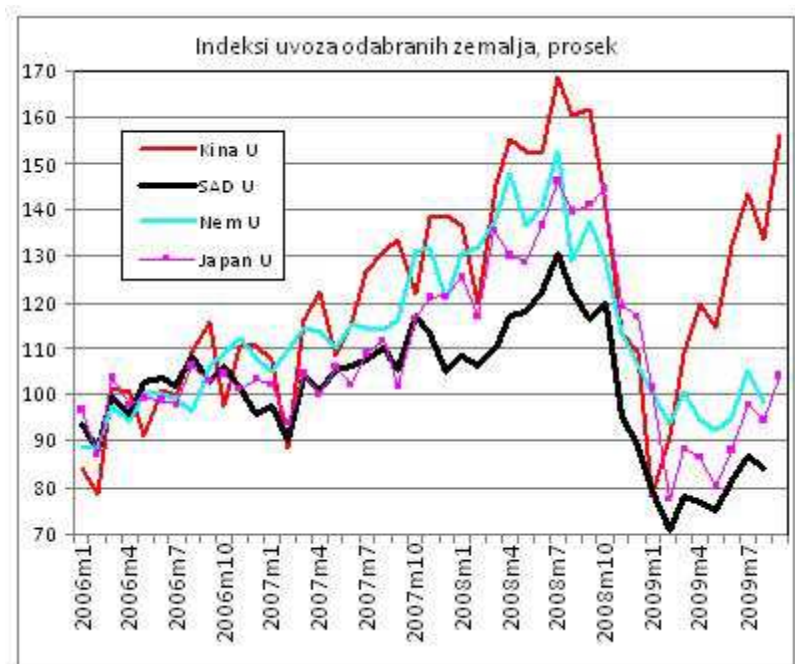
⁹⁰ IMF (2010) World Economic Outlook: Rebalancing Growth, World Economic and Financial Surveys, Washington DC, str. 155.

Grafikon 6. Izvoz nekih zemalja



Izvor: news.trziste.me/

Grafikon 7. Uvoz nekih zemalja



Izvor: news.trziste.me/

Svetska ekonomska kriza je doprinela i da SAD-e izgube mesto vodeće svetske ekonomske sile. Iako je nekada bila zemlja, koja najviše izvozi, danas SAD-e zauzimaju treće mesto u izvozu u svetskoj trgovini.

Tabela 1. Vodeći izvoznici u svetskoj trgovini 2010. godine

Izvoznici	Vrednost u mil. USD	Udeo	Godišnja promena u %
EU	1788	15,1	17
Kina	1578	13,3	31
SAD	1278	10,8	21
Japan	770	6,5	33
Koreja	466	3,9	28
<i>Svet- ukupno</i>	11872	100	26

Izvor: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/docs/profileguide.html>

Istovremeno ekonomska aktivnost u zapadnoj Evropi je opala, pogođena cenom nafte u porastu, strožijim kreditnim uslovima, promenama cena na tržištu nekretnina u nekoliko zemalja članica EU, ojačanom valutom (evrom) koja je dovela do slabijeg izvoza i slabljenjem američke privrede. Japanska privreda se pokazala barem u početku nešto otpornijom, ali smanjenje ekonomske aktivnosti u vodećim zemljama sveta je ipak dovelo do opadanja prihoda od izvoza Japana.

Poremećaji u najrazvijenim ekonomskim centrim nisu, barem ne još uvek, uticali na brzo rastuće privrede tokom prva tri kvartala 2007. godine, kada je zabeležen rast od 8 %, da bi u naredna tri kvartala nastao neznatni pad aktivnosti koji je doneo 7.5% rasta. U pomenutoj grupaciji zemalja ipak bilo je onih pogođenih aktuelnim dešavanjima, a to su države sa najviše trgovinskih, a posebno finansijskih veza sa SAD, EU, koje su do tada pomoću eksternog finansiranja pokrivale deficite u tekućim bilansima.

5.2. Uticaj krize na finansijska tržišta

Finansijska kriza koja je nastala krajem 2007. i dostigla vrhunac u periodu između avgusta 2008. i februara 2009. godine nanela je ogromnu štetu finansijskim tržištima. Kriza koja je nastala na tržištu hipoteka u SAD-u bila je blisko povezana sa bankama u zapadnoj Evropi i njihovim hipotekarnim založnicama i derivatima, što je brzo dovelo do globalne krize likvidnosti koja je izazvala krizu finansijskog tržišta u ostatku sveta. U mnogim zemljama banke su davale zajmove u stranoj valuti, posebno u onim valutama gde je kamatna stopa relativno niska, kao što je bio slučaj sa američkim dolarom, jenom i švajcarskim frankom.

Tržište sekundarnih hipotekarnih kredita osetilo je prve potrese sredinom 2007. godine, kada su investitori uvideli da poseduju rizičnije hartije nego što su u početku mislili, što je prouzrokovalo masovnu prodaju tih hartija od vrednosti. Otplata sekundarnih hipotekarnih kredita odvijala se sve dok kamatne stope nisu počele da rastu, a cene nekretnina da padaju. Kriza se u prvoj polovini 2008. prenela na tržišta akcija i obveznica, čije cene tada drastično padaju, dok se kolaps tržišta kredita dogodio tokom druge nedelje septembra 2008. godine.

Tržište kapitala, koje je bilo iznenađujuće malo pogođeno krizom do tog trenutka, počelo je naglo da propada. Nakon neuspeha Lehman-a, tržište kapitala se pokazalo potpuno zatvorenim za banke. Fondovi tržišta novca naročito su pretrpeli gubitke kada je Lehman propao.

Nepoverenje širom planete, uprkos niskim kamatnim stopama, prouzrokovalo je da banke više skoro da ne daju zajam čak ni jedne drugima, jer niko sa sigurnošću ne zna ko je i u kolikoj meri zahvaćen krizom drugorazrednih hipotekarnih kredita, a iz razloga što svi kriju svoje gubitke.

Svi investitori u najrazvijenijim zemljama sveta, koji su ulagali u *subprime* hipotekame obveznice zapali su u duboke probleme. Ovakav kolaps pražnio je arapskom i kineskom kapitalu mogućnost da steknu deo vlasništva nad najvećim svetskim bankama. Sve je dolazilo u obzir kako bi se izbeglo ono najgore. Tako je, na primer, američka *City bank* spašena posredstvom arapskog kapitala, odnosno ulogom koju je odigrao saudijski princ *Al-fValeed bin Talal* i investicijama vlasti iz *Abu Dabija* (UAE), koji su izvršili dokapitalizaciju banke u iznosu od 7,5 milijardi dolara a u zamenu za 4,9% vlasništva nad kapitalom. *UBS bank* je, u međuvremenu, potpomognuta od strane Singapura a u igri je bilo 9,7 milijardi dolara i 9% akcija.⁹¹

Pored ove dve banke tu su još *Barkely's*, *HSBC* i *Northern Rock* iz Velike Britanije, *BNP Paribas* i *Societe generale* iz Francuske, nemačka *IKB bank*, investicioni fondovi *Bear Stearns*, *Merrill Lynch* i dr. kod kojih je takođe zabeležen pad kapitala zbog čega im je bankrot bio neminovan ukoliko ne bi došlo do dokapitalizacije. Kao vrhunac došao je i kolaps institucija za osiguranje kredita, najjače i najozbiljnije podrške sistemu.

Po izbijanju krize na tržištu drugorazrednih hipotekarnih obveznica kupci ovih hartija su zatražili isplatu premije osiguranja. Osiguravajuća društva nisu bila u stanju da se izbore sa nadolazećom lavinom zbog čega su se našla u kritičnoj situaciji, sa zabeleženim gubicima na berzi sa početka 2008. godine u rasponu od 50% do 90%. Pad je ubrzan krajem januara

⁹¹ <http://www.balkanmagazin.net/novosti-i-politika/cid128-18544/ekonomska-kriza-u-sjedinjenim-drzavama>

2009. godine da bi na kraju, po prvi put u istoriji, bio utvrđen tromesečni gubitak i dovedena u pitanje sposobnost osiguravajućih institucija da održe svoj kreditni rejting, što upravo predstavlja ogledalo poslovanja.

5.3. Uticaj krize na bankarski sektor

Bankarska kriza podrazumeva situaciju u kojoj bankrotstvo ili stvarni i potencijalni potezi jedne banke navode ostale banke da ograniče intemu konvertibilnost svojih obaveza, ili situaciju u kojoj je vlada primorana da interveniše značajno proširujući pomoć koju pruža.⁹² Bankarska kriza može biti toliko velika da ima sistemske razmere.

Banke se iz uloge depozitara i posrednika u prometu novcem pretvaraju u stvaraoce novca. Svojom kreditnom aktivnošću banke stvaraju nova platežna sredstva čime su upravo one u stanju da modernoj privredi stave na raspolaganje ogromne iznose kapitala bez kojih se ne mogu zamisliti savremeni ekonomski procesi. Stvaranje novca od strane banaka javlja se najpre kod emisije banknota iznad metalnog pokrića. Stvaranjem depozitnog novca ova funkcija banke je značajno pojačana, jer je cirkulacija banknota i papirnog novca dopunjena cirkulacijom depozitnog novca. Novčanice su vidljive dok je kreditni ili depozitni novac nevidljiv i teško je regulisati volumen stvorenog depozitnog novca, posebno iz razloga što više ne postoje ograničenja u obliku metalnog pokrića.

Ograničenja se ipak nalaze u obliku neophodnog nivoa likvidnosti banke koju svaka banka mora uvažavati kao jedan od svojih osnovnih principa u poslovanju. Banka mora uvek biti sposobna da sve svoje dospele obaveze i zahteve komitenata blagovremeno i uredno izvršava. Zbog toga mora uvek imati na raspolaganju izvesna sredstva na svom računu, sredstva koja su, u krajnjem slučaju, novac centralne banke. Odobravanjem kredita i stvaranjem depozitnog novca banka mora računati na to da će se jedan deo kredita iskoristiti bezgotovinskim putem, ali da će uvek jedan deo biti pretvoren u gotov novac. Zato svaki iznos kredita mora biti pokriven određenim procentom gotovine u blagajni ili gotovinom na tekućem računu koji poslovna banka vodi kod centralne banke. To znači da postoji određena veza između kreiranog depozitnog novca i deponovanog stvarnog novca (banknota i papirnog novca) koji mu čini osnovu. Ukoliko se kreditni novac manje transformiše u gotov (efektivni) novac povećava se kreditni potencijal banke i bankarske rezerve likvidnosti mogu biti manje.

⁹² Cline, W. (2005) *The Role of the Private Sector in Resolving Financial Crises in Emerging Markets*, Peterson Institute, str. 6.

Poslovne banke prikupljaju depozite od fizičkih i pravnih lica u zemlji i u inostranstvu i isto tako pribavljaju kreditna sredstva od domaćih i stranih banaka kako bi ih zajedno sa sopstvenim izvorima, po odbitku obavezne rezerve i rezerve likvidnosti, usmeravale najvećim delom u kredite plasmane, ali i u obliku depozita kod inostranih banaka, u kupovinu vlasničkih i dužničkih hartija od vrednosti, kao i u svoj materijalni razvoj za kupovinu opreme, poslovnog prostora, informatičke tehnologije itd. U svom poslovanju banke bi trebalo da se strogo pridržavaju temeljnih načela poslovanja: sigurnost, likvidnost i profitabilnost.

To znači da sredstva plasiraju kroz kredite klijentima koji će iste uredno vraćati u rokovima dospeća, i to klijentima kojima ne pretila opasnost od stečaja ili likvidacije, u takve oblike plasmana (kredit, dužničke hartije od vrednosti i sl.) koji se bez gubitaka mogu u kratkom roku konvertovati u gotov novac, kao i u plasmane kroz koje se ostvare zarada na razlici između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa.

Pored svega navedenog, svaka banka u svom poslovanju nastoji da trajno poveća svoj finansijski potencijal kao izvor za nove plasmane i povećanje tržišnog udela u uslovima oštre konkurencije drugih banaka.

Kada je reč o merama centralnih banaka na svetsku ekonomsku krizu, može da se kaže da su preduzete brojne mere. Budući da je o merama FED-a bilo reči, dat je osvrt na mere npr. Banke Engleske, koja je ubrizgavala novac na finansijsko tržište u cilju obezbeđenja likvidnosti. Takođe, u oktobru 2008. godine, kako bi se ograničilo štetno delovanje svetske finansijske krize, Banka Engleske je koordinirano smanjila referentne kamatne stope.

Vlada Velike Britanije (*Bank of England*) je među prvima u oktobru 2008. godine objavila paket mera za spašavanje bankarskog sistema u iznosu od 500 mlrd funti. Banke su uzimajući zajam od države povećale njihov kapital za 25 mlrd funti i za dodatnih 25 mlrd funti u zamenu za prioritetne akcije sa fiksnom stopom dividende, bez prava glasa, tako da je država postala suvlasnik.⁹³

⁹³ <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7658277.stm>

5.4. Uticaj krize na međunarodno kretanje kapitala

Snažan porast priliva kapitala u zemlje sa tržištem u nastajanju odigrao se u periodu 2001-2007. godine. Međutim, međunarodna finansijska kriza usloвила je značajno smanjenje priliva privatnog kapitala u zemlje u razvoju. Neto međunarodni tokovi privatnog kapitala u zemlje u razvoju opali su sa 1.200 milijardi dolara u 2007. na 707 milijardi dolara u 2008. godini.⁹⁴

Neto priliv kratkoročnog kapitala takođe je zabeležio značajan rast u periodu 2003 – 2007. godine, dostigavši iznos od 202 milijarde dolara u 2007. godini. Neto priliv privatnog dugoročnog kapitala u zemlje u razvoju beležio je visoke stope rasta u periodu 2001 – 2007. godine, dostigavši iznos od skoro 300 milijardi dolara u 2007. godini, da bi u 2008. nastupio pad neto priliva na 124 milijarde dolara (tabela 3). Tendencija opadanja priliva kapitala preneti je i na 2009. godinu.⁹⁵

Tabela 2. Neto tokovi kapitala u zemlje u razvoju (u milijardama USD)

	2001	2005	2006	2007	2008 ¹
Tekući bilans	15,5	306,6	438,2	406,1	377,9
Ukupni neto priliv	224,2	498,7	668,3	1157,7	727,3
Neto privatni kapital	197,3	569,7	739,2	1157,5	706,9
Neto vlasnički kapital	172,3	347,2	462,7	658,6	599,0
Neto priliv SDI	166,0	279,1	358,4	520,0	583,0
Neto portfolio priliv	6,3	68,1	104,3	138,6	15,7
Neto dužnički priliv	51,9	151,5	205,6	499,1	128,3
Zvanični poverioci	26,9	-71,0	-70,9	0,2	20,4
Svetska banka	7,5	2,8	-0,4	4,9	7,1
MMF	19,5	-40,1	-26,7	-5,1	10,9
Ostali	-0,1	-33,7	-43,8	0,4	2,4
Privatni poverioci	25,0	222,5	276,5	498,9	107,9
Neto dugročna sredstva	2,1	135,9	166,4	296,4	124,2
Obveznice	10,2	56,2	26,6	85,4	10,5
Banke	-1,9	84,2	144,6	214,5	123,0

⁹⁴ Kovačević, R. (2010), *Međunarodne finansije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, str. 534.

⁹⁵ Isto, str. 536.

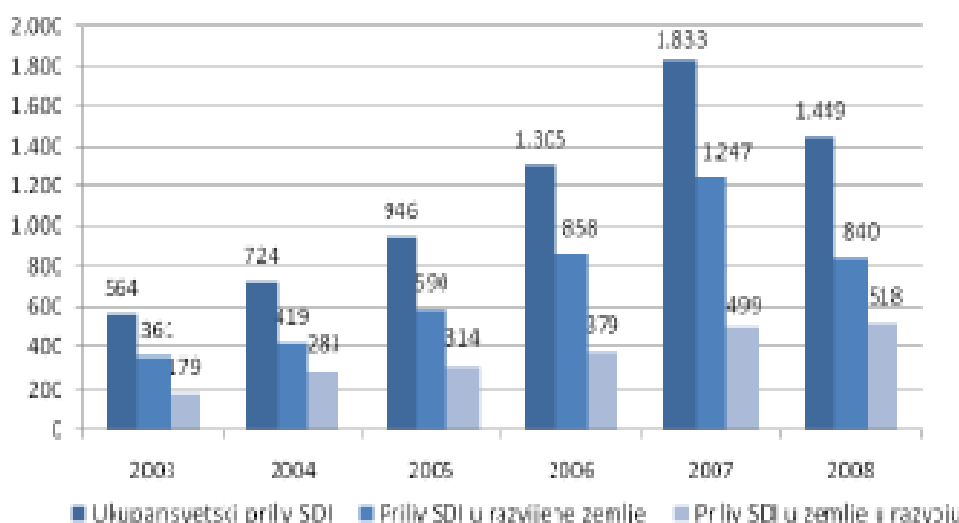
Ostalo	-6,2	-4,5	-4,8	-3,5	-9,3
Neto kratkoročna sredstva	22,9	86,6	110,1	202,5	-16,3
Uravnotežujuća stavka²	-159,1	-419,5	-476,6	-486,3	-657,7
Promena deviznih rezervi (- znači povećanje)	-80,4	-385,5	-629,9	-1077,3	-447,3

Izvor: Kovačević, R. (2010), Međunarodne finansije, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, Beograd, str. 538.

Prema UNCTAD-u (*United Nations Conference on Trade and Development*) (2009) "za vreme svetske ekonomske krize se u razvijenim zemljama priliv SDI u 2008. godini smanjio na 840 milijardi sa 1.247 milijardi koliko je iznosio u 2007. godini, što predstavlja smanjenje od oko 32,7%".⁹⁶

Prema istraživanju UNCTAD u 2008. godini globani priliv SDI opao je za 21% na 1.400 milijardi dolara i taj silazni trend prema njihovim procenama nastavio se i u 2009. godini.⁹⁷ Navedeno je u skladu sa posebnom hipotezom H5, prema kojoj su se posledice aktuelne finansijske krize iz SAD-a, prelile na celokupnu svetsku ekonomiju, a posebno na međunarodno kretanje kapitala.

Grafikon 8. Priliv stranih direktnih investicija u milijardama USD



Izvor: [http://archive.unctad.org/templates/webflyer.asp?docid=10193&intItemID=1397&lang=1&mode=downloads%](http://archive.unctad.org/templates/webflyer.asp?docid=10193&intItemID=1397&lang=1&mode=downloads%20)

⁹⁶ UNCTAD Handbook of Statistics, UNCTAD, Geneva, (dostupno na: http://www.unctad.org/Templates/web_flyer.asp?docid=10193&intItemID=1397&lang=1&mode=downloads)

⁹⁷ http://unctad.org/en/docs/webdiaeia20091_en.pdf

5.5. Efekti krize na Srbiju

Kriza koja je pogodila svet 2008. godine označila je za Srbiju kraj jednog modela rasta i razvoja zasnovanog na domaćoj tražnji uz popunu budžeta iz prihoda od privatizacije. Pod udarom svetske recesije smanjena je svetska tražnja, a pad tražnje u svetu usporio je rast izvoza Srbije. Izvoznici su se našli u teškoj situaciji, jer su morali da se preorijentišu na domaće tržište ili smanje proizvodnju i zaposlenost. Pored toga, u uslovima svetske recesije smanjio se priliv stranog kapitala u Srbiju, a to je dodatno uticalo na usporavanje privrednog rasta i na smanjenje domaće tražnje. Pad domaće tražnje, uz pad svetskih cena primarnih proizvoda odrazio se na usporavanje uvoza Srbije. Prema tome, očekivane posledice svetske recesije su rast realne kamatne stope, usporavanje privredne aktivnosti i pad izvoza i uvoza.

Budući da je Srbija svoju privredu zasnovala na velikom prilivu stranih investicija, a dinar jačala značajnom količinom deviza, u recesiji je taj priliv stranog kapitala izostao i presušili su privatizacioni fondovi. Na taj način se privreda Srbije suočila sa padom dohotka, porastom nezaposlenosti, padom agregatne tražnje, porastom inflacije, visokim spoljnotrgovinskim tekućim platnim deficitom i problemima finansijske nediscipline u međusobnom izmirivanju obaveza u privredi.

Krajem 2008. godine Srbija je osetila uticaj svetske ekonomske recesije, u vidu manjka raspoloživog inokapitala, što je redukovalo kreditiranje i oborilo domaću tražnju. Došlo je i do pada proizvodnje i uvozne tražnje u skoro svim evropskim trgovinskim partnerima Srbije. Sve ove činjenice su opet uslovile pad izvoza srpske privrede. Svetska ekonomska recesija je ispoljila negativne efekte, ne samo na finansijski nego i na realni sektor privrede Srbije. Pod uticajem globalne ekonomske recesije u Srbiji je došlo do pada cena akcija, povećanja troškova finansiranja, povlačenja devizne štednje sa računa banaka, ubrzane depresijacije dinara, usporavanja dinamike industrijske proizvodnje, izvoza i uvoza.

Pod udarom svetske recesije smanjena je svetska tražnja, a pad tražnje u svetu usporio je rast izvoza Srbije. Izvoznici su se našli u teškoj situaciji, jer su morali da se preorijentišu na domaće tržište ili smanje proizvodnju i zaposlenost. Pored toga, u uslovima svetske recesije smanjio se priliv stranog kapitala u Srbiju, a to je dodatno uticalo na usporavanje privrednog rasta i na smanjenje domaće tražnje. Pad domaće tražnje, uz pad svetskih cena primarnih proizvoda odrazio se na usporavanje uvoza Srbije. Prema tome, očekivane posledice svetske recesije su rast realne kamatne stope, usporavanje privredne aktivnosti i pad izvoza i uvoza.

Nakon značajnog društvenog prevrata, u periodu od početka 2001. godine pa zaključno sa krajem 2008. godine, samo po osnovu neto spoljnog zaduživanja, neto tekućih transfera, stranih direktnih investiranja, port-folio i drugih investicija na području Srbije (bez Kosova) slilo se preko 62 milijarde dolara, a ostvaren je vrlo skroman rast BDP – po prosečnoj stopi rasta od oko 5,5% i taj rast se zasnivao pre svega na rastu BDP u sektoru usluga, a on se zasnivao na enormnom rastu uvoza i enormnom rastu priliva stranog kapitala po nizu osnova.⁹⁸

Da je u pitanju teška ekonomska recesija u Srbiji pokazuju i sledeći podaci:⁹⁹

- a) prosečan nivo cena za prva tri meseca 2009. godine, u odnosu na decembar 2008. godine viši je za 5,8% a u odnosu na isti period prošle godine za nešto manje od 10%,
- b) nelikvidnost je dostigla enormne razmere,
- c) gomilanje gubitaka je dostiglo enormne iznose,
- d) broj zaposlenih radnika se iz meseca u mesec smanjuje,
- e) vrlo malo se investira,
- f) sve je veći broj preduzeća, koja imaju sve veće teškoće da servisiraju svoje spoljne dugove i preti opasnost da neka od njih, po osnovu relativno malih uzetih kredita u prošlim godinama odu u vlasništvo stranih poverilaca,
- g) u prva dva meseca uvoz opreme, izražen u evrima, u odnosu na isti period prošle godine, je smanjen za 27,2%,
- h) uvoz sirovina i reprodukcioni materijala, izraženih u evrima, je u prva dva meseca smanjen za 31,7%.

Sama činjenica da je došlo do drastičnog pada indeksa najkvalitetnijih akcija BELEX 15, odnosno cena akcija najboljih preduzeća Srbije, govori da se privreda Srbije nalazi u velikoj krizi. Uz to, drastično je povećan broj lica koja su radila, a nisu bila prijavljena, a sada su ostala bez posla. Uvećao se i broj siromašnih. Smatra se da će broj nezaposlenih i siromašnih i dalje da se povećava. Međutim, ima i onih koji ističu da svetska ekonomska recesija ima i neke pozitivne efekte po Srbiju.

Negativni efekti svetske ekonomske recesije, ispoljeni na privredu Srbije, vidljivi su kroz promene na berzi, povlačenje depozita domaćinstava kod banaka, usporavanje kreditne aktivnosti banaka prema privredi i stanovništvu, povećanje troškova stranog finansiranja, jačanje pritiska na devizni kurs dinara prema evru, povećavanje kreditnog rizika i dr. Protiv

⁹⁸ www.emportal.rs teme/bruto-domaci-proizvod.86892.html

⁹⁹ www.standard.rs/.../4438-prof-dr-mlaen-kovaevi-iz-pogubne-ekonomske-i-drutvene-krize-

ovih negativnih efekata Narodna banka Srbije i Vlada su delovale merama za podsticanje štednje i trgovanja na berzi.

Glavne komponente usporavanja privrednog rasta u Srbiji u uslovima globalne finansijske krize i recesije svetske privrede su:¹⁰⁰

- smanjenje domaće tražnje kroz smanjenje javne i privatne potrošnje zbog ograničavanja rasta zarada i penzija i kroz smanjenje kredita privredi;
- smanjenje izvoza zbog smanjenja uvozne tražnje u zemljama EU kao glavnih spoljnotrgovinskih partnera Srbije;
- smanjenje priliva stranih investicija i međunarodnih kredita zbog oštih finansijskih ograničenja;
- usporavanje rasta usluga finansijskog posredovanja zbog pogoršavanja likvidnosti banaka i poskupljenja kredita, i posledično smanjenja kreditne aktivnosti banaka prema privredi i stanovništvu;
- preduzete kratkoročne mere Vlade i NBS za podsticanje domaće štednje i trgovanja na berzi, kao što su podizanje garantovanog nivoa štednih depozita na 50.000 evra, ukidanje poreza na kamate na deviznu štednju, poreza na kapitalnu dobit i poreza na prinos apsolutnih prava, kao i ukidanje obavezne rezerve banaka na nove kredite iz inostranstva radi povećanja devizne likvidnosti banaka i ukidanje troškova prevremene otplate kredita, uz mogućnost produženja roka otplate do godinu dana za realizovanje kredita, kao i konverzije dugova u druge valute.
- planirano fiskalno prilagođavanje i smanjenje nivoa javne potrošnje u 2009. godini i naredne dve godine s pozitivnim efektima na smanjenje inflacije, uvoza i deficita spoljne trgovine i smanjenje pritiska na kurs dinara. Plan je da se konsolidovani fiskalni deficit smanji kroz smanjenje tekuće javne potrošnje, uz očuvanje kapitalne potrošnje na dostignutom nivou.
- poboljšanje poslovnog okruženja i investicione klime, kroz regulatorne reforme sa pozitivnim efektima na priliv direktnih investicija i širenje fiskalnog prostora za rast javnih investicija u kapitalne projekte;
- ubrzanje strukturnih reformi, kojima se stvaraju osnove za dugoročno održivi rast BDP po visokim stopama, pre svega kroz restrukturiranje velikih javnih preduzeća, privatizaciju preostalih društvenih preduzeća i pokretanje stečaja gde god privatizacija ne uspe.

¹⁰⁰ Filipović S. (2009) *Srpska privreda na udaru globalne ekonomske krize*, Kopaonik bizinis forum 2009., Savez ekonomista Srbije i UKDS, Beograd

Tabela 3. Stanje srpske privrede

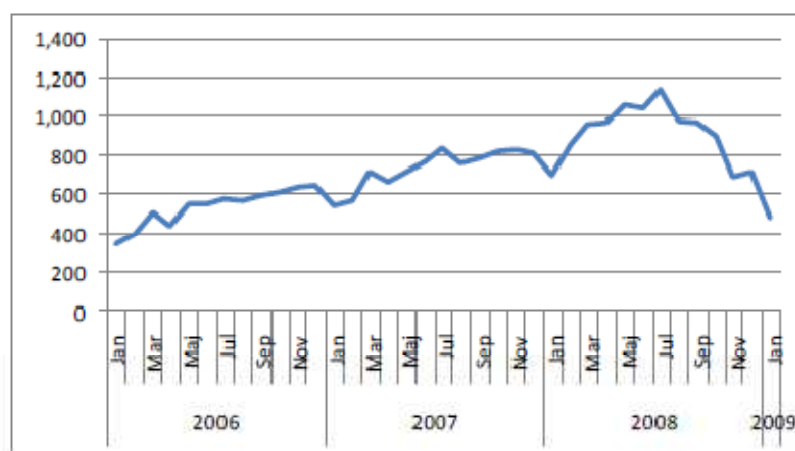
	2008.	septembar 2009.
Inflacija	8,6%	6,2%
BDP	5,5%	-3(MMF)/ -2,8(NBS)
Dinar (u odnosu na Evro)	88,6	93,01
Izvoz	7,43 milijarde evra	4,36 milijardi evra
Uvoz	15,48 milijardi evra	8,13 milijardi evra
Trgovinski deficit	8,07 milijardi evra	3,77 milijardi evra
Strane investicije	1,81 milijarda evra	975 miliona evra (avgust)
Devizne rezerve	8,16 milijardi evra	9,52 milijarde evra
Štednja	4,88 milijardi evra	5,42 milijarde evra
Broj zaposlenih	1.999.000	1.876.000
Aktivno nezaposleni	728.000	737.000
Stopa nezaposlenosti	14,4	16,4
Prosečna penzija	17.660 dinara	19.783 dinara
Prosečna plata	32.746 dinara	31.211 dinara

Izvor: www.ekonomist.co.rs

5.5.1. Pad izvoza i uvoza

Uslovi poslovanja na tržištu su sve nepovoljniji, što se direktno odražava i na izvoz. Svetska ekonomska kriza imala je za posledicu pad cena na svetskom tržištu niza proizvoda, koji u strukturi izvoza Srbije imaju visoko učešće, a među njima se posebno ističu proizvodi crne i obojene metalurgije. U prvom kvartalu 2009. godine nastavljen je trend pada izvoza i uvoza sa kraja 2008. godine. Izuzetno niske vrednosti uvoza intermedijarnih proizvoda i kapitalnih proizvoda i značajne redukcije izvoza u 2009. godini bili su pokazatelji recesije.

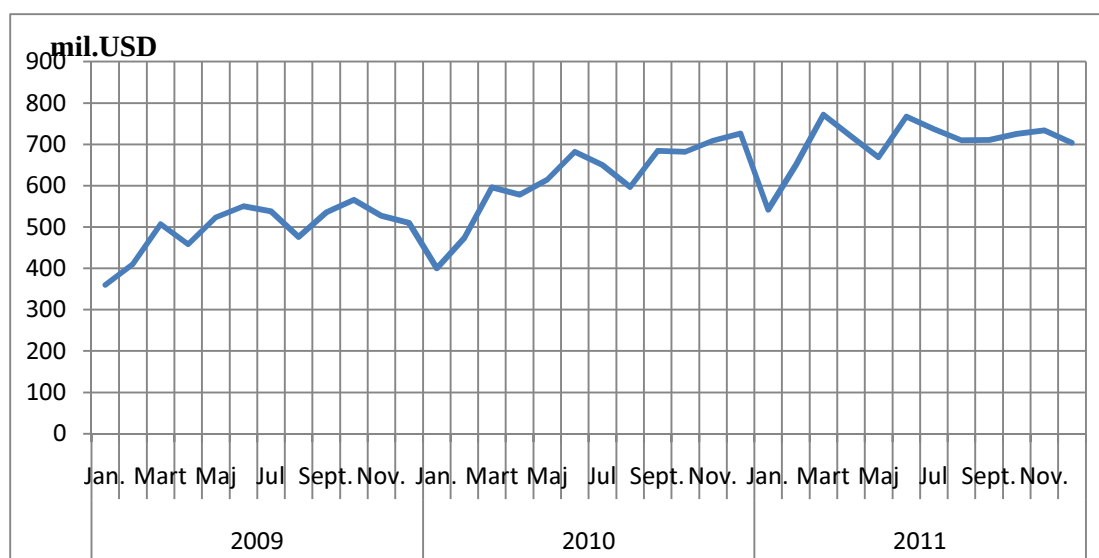
Grafikon 8. Izvoz Srbije od januara 2006. do januara 2009. godine u milionima USD



Izvor: www.nbs.rs/export/internet/cirilica/80/80_2/platni_bilans/index.html

Nedostatak kapitala na globalnom finansijskom tržištu, doveo je do otežanog i nepovoljnijeg zaduživanja kompanija i značajno otežao poslovanje srpskih izvoznika. Skoro polovina izvoza Srbije (45,26%) odlazi u samo četiri evropske zemlje – Crnu Goru, Bosnu i Hercegovinu, Italiju i Nemačku.¹⁰¹ Stoga, usporavanje ukupnog izvoza Srbije zavisi od intenziteta krize, kojom su pogođene zemlje Evropske unije. Tako je u decembru 2008. godine u odnosu na decembar 2007. godine izvoz smanjen za 11,6%.¹⁰² Pad izvoza nastavljen je i u 2009. godini.

Grafikon 9. Vrednost izvoza Srbije po mesecima
2009-2011 godine



Izvor: Republički zavod za statistiku

Nedostatak kapitala na globalnom finansijskom tržištu, doveo je do otežanog i nepovoljnijeg zaduživanja kompanija i značajno otežao poslovanje srpskih izvoznika. Prema podacima *Republičkog zavoda za statistiku (2008)* skoro polovina izvoza Srbije (45,26%) odlazi u samo četiri evropske zemlje – Crnu Goru, Bosnu i Hercegovinu, Italiju i Nemačku.¹⁰³

Pad tražnje na evropskom tržištu, koje je i najveće izvozno tržište za Srbiju, negativno se odražava na njenu spoljnotrgovinsku razmenu i privredni rast. Srbija, koja pretežno izvozi poluproizvode i sirovine, obojene metale, gvožđe, čelik i agrarna dobra, trpi posledice smanjene tražnje, koje su početkom recesije bile ublažene izvozom poljoprivrednih dobara.

¹⁰¹ Republički zavod za statistiku (RZS), saopštenje broj 24, statistika spoljne trgovine decembar 2008: <http://webrzs.statserb.sr.gov.yu/axd/arhiva1.php?NazivSaopstenja=ST13&ind=3>

¹⁰² www.mfa.gov.rs/Srpski/ForeignInvest/makro_rs_s.html

¹⁰³ Saopštenje broj 24, statistika spoljne trgovine decembar 2008: <http://webrzs.statserb.sr.gov.yu/axd/arhiva1.php?NazivSaopstenja=ST13&ind=3>

Finansijska kriza dovela je do gašenja velikog broja kompanija, što je za posledicu imalo smanjenje tražnje za skoro svim vrstama roba i usluga. Neka preduzeća u Srbiji su počela da otpuštaju radnike pravdajući se svetskom ekonomskom recesijom.

Najveći efekat recesije vidljiv je u tome što firme odlažu nove planirane investicije. Locirajući, kao veliki problem nelikvidnost srpskih preduzeća, država je u saradnji sa bankama pokrenula i subvencionisano kreditiranje likvidnosti i investicija.¹⁰⁴

Prema podacima banaka koje odobravaju kredite sa subvencionisanim kamatama za ublažavanje efekata svetske ekonomske recesije, srednjim preduzećima je odobreno 89 kredita (oko 22 miliona evra), odnosno 28 odsto i velikim preduzećima 37 kredita (oko 37 milion evra), što je 46 odsto ukupno odobrenih zajmova za likvidnost.¹⁰⁵

Smanjenje raspoloživog novca, uz rast cena i sve manju kupovnu moć, velika otpuštanja radnika, nelikvidnost, posebno srednjih preduzeća, sve restriktivnija politika velikih kompanija i javnih preduzeća neminovno su se odrazili i na prodaju. Naime, u uslovima ekonomske recesije stanovništvo se orijentiše uglavnom na kupovinu neophodnih sredstava.

5.5.2. Uticaj svetske ekonomske krize na priliv SDI

Jedan od najtežih efekata ekonomske krize koji pogađa Srbiju je pad priliva direktnih stranih investicija. U datim okolnostima investitori postaju konzervativniji i izbegavaju ulaganja u tržišta u razvoju, maksimalno izbegavajući svaki rizik. Prema istraživanju UNCTAD (*United Nations Conference on Trade and Development*) u 2008. godini globani priliv DSI opao je za 21% na 1.400 milijardi dolara¹⁰⁶ i taj silazni trend nastavio se i dalje.

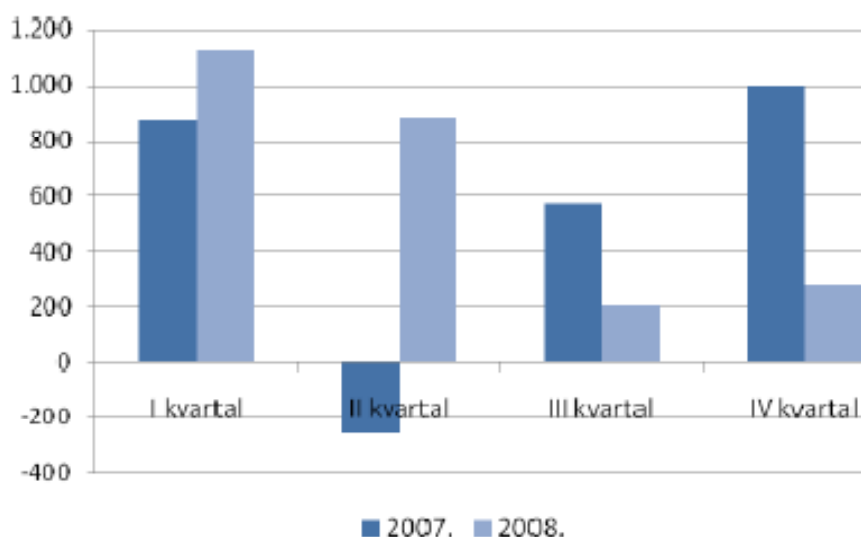
Izvor??

¹⁰⁴ Petković J. (2009) *Uticaj ekonomske krize na poslovanje kompanija u Srbiji*, Biznis&Finansije, Beograd, str. 33.

¹⁰⁵ www.krediti.rs/vesti/odobreno-oko-400-miliona...kredita/5414/

¹⁰⁶ UNCTAD: Assessing the impact of the current financial and economic crisis on global FDI flows, januar 2009, UNCTAD, Geneva

Grafikon 10. Priliv SDI u 2007. i 2008. godini po kvartalima (u milionima USD)



Izvor: NBS, Statistički bilten, decembar 2008

Svetska ekonomska kriza koja je nastupila 2008. godine uticala je i na priliv SDI u Srbiji. Prema istraživanju UNCTAD-a u 2008. godini globani priliv SDI opao je za 21% na 1.400 milijardi dolara i taj silazni trend nastavio se i dalje.¹⁰⁷

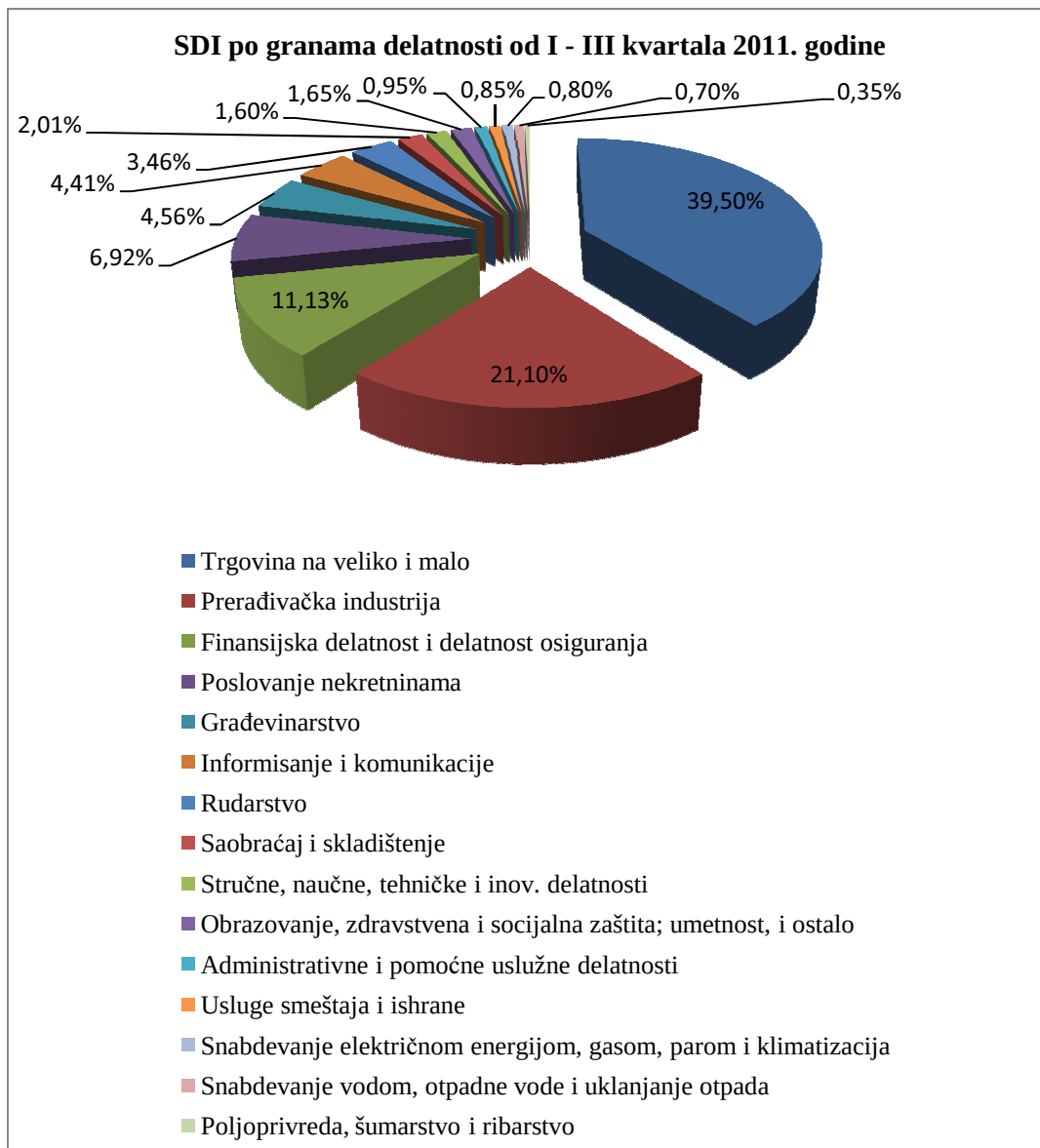
Razlika bi bila i više izražena da početkom godine nisu uplaćena sredstva od prodaje Naftne industrije Srbije, koja učestvuje sa gotovo 50% u ukupnoj vrednosti stranih investicija. Ugovor o prodaji NIS-a potpisan je krajem decembra 2008. godine, a ruski *Gazprom Neft* je preuzeo upravljanje *Naftnom industrijom Srbije*, pošto je uplatio 400 miliona evra za kupovinu 51% akcija srpske naftne kompanije. Priliv SDI omogućen je i prodajom Jugoslovenskog rečnog brodarstva i Novkabela, a kompanijama EDDS i East Point donela je priliv stranog kapitala. U 2009. godini je potpisan ugovor sa "Fijatom", koji je uplatio sto miliona evra. Na osnovu grafikona 1 može da se vidi da je kao rezultat svetske ekonomske krize i smanjenog interesovanja stranih investitora, u 2009. godini, prema podacima Narodne banke Srbije, neto vrednost novčanih stranih ulaganja iznosila svega 1.771,3 miliona evra.

Ako se pogleda naredni grafikon sa podacima SDI za I - III kvartala 2011. godine može da se zaključi da je najviše investicija otišlo u trgovinu na veliko i malo, finansijsku delatnost i delatnost osiguranja (više od 50%). To govori da zemlje koje investiraju u Srbiju imaju

¹⁰⁷ UNCTAD, (2009) United Nations Conference on Trade and Development

dugoročnu strategiju da investicijama pospeše, odnosno olakšaju prodaju proizvoda koji su proizvedeni van Srbije.

Grafikon 11. SDI po granama delatnosti od I - III kvartala 2011. godine



ZAKLJUČAK

Međunarodnom ekonomijom danas upravljaju ulaganja kapitala. To je produktivno, jer liberalizacija međunarodnog kretanja kapitala povećava svetsku proizvodnju, efikasnost i konkurentnost. Opšte je stanovište da se privatni kapital plasira prema ekonomskim interesima – motivima, a javni kapital na osnovu širih društveno-političkih interesa.

Sve je raširenije mišljenje da se direktne investicije ne mogu posmatrati samo kao kretanje međunarodnog kapitala. Dakle, direktne investicije mogu biti kretanje kapitala, ali su one više od toga. Kada je reč o direktnim investicijama, može da se zaključi da je regulativa stranih ulaganja, i pored svih napora, još uvek vezana za određene slabosti. Ove slabosti su još više pojačane stvarnom situacijom u domaćoj privredi. Ulaganja koja su vezana za hartije od vrednosti susreću se sa dodatnim preprekama, u vidu nerazvijenog tržišta hartija od vrednosti. Tu su i problemi vezani za poreski sistem, konvertibilnost valute, makroekonomsku nestabilnost, inflaciju i niz drugih problema. Strane ulagače odbija i česta izmena zakonskih propisa kojima se direktno regulišu strana ulaganja ili drugi instituti u neposrednoj vezi sa stranim ulaganjima.

Prednosti privlačenja direktnih investicija su od velikog značaja. Neke od tih prednosti su unapređivanje proizvodnje, finansiranje kapitalnih investicija, transfer savremenih tehnologija, transferisanje menadžerskih veština, upošljavanje domaćih firmi i kapaciteta, podizanje domaće tražnje na viši nivo, doprinos povećanju izvoza, doprinos povećanju zaposlenosti, potencijalni pozitivni efekti na platni i trgovinski bilans, doprinos BDP-u, doprinos za imidž zemlje, pozitivni fiskalni efekte zbog potencijalnog povećanja prikupljanja direktnih i indirektnih poreza i druge prednosti.

Na osnovu analize u ovom radu može da se kaže da do aktuelne svetske ekonomske krize nije dovela pohlepa jedne grupe ljudi, kao što mnogi govore. Opšteprihvaćeno je da je glavni neposredni faktor krize bila preterana izloženost velikog broja banaka riziku.

Kada se pogledaju uzroci krize, postoje institucionalne pretpostavke za nju. Uvek je reč o poremećenim pravilima igre. Bankarske krize ne nastaju tek tako, same od sebe. U potrazi za uzrocima ove krize potrebno je obratiti pažnju na njihovu kombinaciju, koja se dobija interakcijom dobronamernih i naizgled smislenih intervencija i regulacija.

Prvi faktor je ekspanzivna monetarna politika Federalnih rezervi tokom prve polovine 2000-ih godina. Monetarna ekspanzija je igrala ulogu u rastu cena nekretnina. Takođe, monetarna politika je bila ekspanzivna. Ovakva monetarna politika je bila uzrok rasta i pada svih cena nekretnina odjednom.

Može da se kaže da je svetska finansijska kriza izazvala zbiljne i dugoročne efekte po kapitalne transakcije sa inostranstvom, koje se osećaju u svim oblastima poslovanja. Usled makroekonomskih problema i neravnoteže, neopreznog ponašanja finansijskog sektora, labavog regulatornog okruženja sa ugrađenim automatskim destabilizatorima došlo je do recesije koja je poprimila sistematski i svetski karakter.

Sasvim je jasno da je reč o događaju koji će imati dugoročnije posledice i koji će ostaviti traga, tako da nijedna zemlja neće izbeći njegove negativne efekte. Vodeći ekonomisti procenjuju da će aktuelna globalna finansijska kriza imati daleko veće razmere i negativne uticaje nego kriza 30-ih godina prošlog veka kada su SAD-e doživele veliku štetu, a nezaposlenost dostigla vrhunac ostavljajući je dugo vremena pod uticajem krize.

Kriza koja se iz finansijskog sistema prenela na realni sektor nije, međutim, samo kriza konjunktura i prevazilaženja pucanja berzanskog mehura posle čega će moći da se nastavi po starom, kao što je to ranije bio slučaj. Sprečavanje dubljih posledica oživelu je kejnzijizam. Došlo je do radikalnog upumpavanja novca što će imati za posledicu ogromne fiskalne deficite koji će podići državni dug na visok nivo u gotovo svim razvijenim tržišnim privredama. Taj ogroman dug i novi deficiti moraće da se rešavaju pažljivo i strpljivo u dugom periodu. Reforme pravila berzanskog poslovanja i stvaranje novih pravila bankarskog poslovanja su već u toku. Kriza ne bi dobila ovakve razmere da su hipotekarne obveznice bile ograničene na investicione banke.

Direktne posledice svetske ekonomske krize ostaviće duboke posledice na zemlje koje najviše učestvuju u međunarodnim tokovima kapitala i međunarodnoj trgovini. Za razliku od ovih zemalja, zemlje u razvoju, kao i zemlje koje prolaze kroz proces tranzicije osećaju indirektno efekte krize po finansijski sektor koji se manifestuje kroz pad likvidnosti, otežanu izgradnju i reformu finansijskih institucija kao i po realan sektor kroz usporavanje privredne aktivnosti. U ovu grupu zemalja spada i Srbija, zemlja koja je u podmaklom procesu tranzicije.

Hipoteze koje su u radu testirane imaju teorijsku i empirijsku potvrdu.

Potvrda glavne hipoteze se provlači kroz sve delove rada, a posebno je istaknuta u II delu, gde su analizirane kapitalne transakcije sa inostranstvom.

Posebna hipoteza H1 je dokazana u II delu rada, gde su analizirani uloga i značaj stranih direktnih ulaganja.

Posebna hipoteza H2 je dokazana u II delu rada, gde je na primeru Srbije pokazano da je priliv kapitala, sa stanovišta zemlje u razvoju i zemlje u tranziciji, motivisan potrebom za svežim kapitalom, bez čije aktivne upotrebe nije moguće pokrenuti razvoj.

Posebna hipoteza H3 je dokazana u IV delu rada, gde je analiziran nastanak svetske krize, i gde je ukazano da je svetska kriza posledica loše interakcije regulatornih propisa i državnih programa.

Posebna hipoteza H4 je dokazana u IV delu gde je potvrđeno da je pucanje balona na tržištu nekretnina u SAD-u prouzrokovalo velike gubitke banaka, što je podstaklo izbijanje finansijske krize.

Posebna hipoteza H5 je dokazana u IV i V delu rada . gde je ukazano da su se posledice aktuelne finansijske krize iz SAD-a, prelile na celokupnu svetsku ekonomiju, a posebno na međunarodno kretanje kapitala.

LITERATURA

1. Bajec, J. i dr. (2006) *Savremeni privredni sistemi*, Ekonomski fakultet, Beograd
2. Barać S., Stakić B., Ivaniš M. (2007) *Praktikum za bankarstvo i finansije*, FFMO, Beograd
3. Barjaktarović L. (2010) *Monetarno-kreditni i devizni sistem*, Univerzitet Singidunum, Beograd
4. Bodie Z., Kane A., Marcus A. J. (2009) *Osnovi investicija*, Data status, Beograd
5. Bošnjak, Marinko (2011) *Globalna finansijska i ekonomska kriza i njen uticaj na privredu i finansije Srbije*, Ministarstvo Finansija Republike Srbije, Beograd
6. Cecchetti S. (2008) *Crisis and Responses: the Federal Reserve and the Financial Crisis of 2007-2008*, NBER Working Paper, No. 14134
7. Cline, W. (2005) *The Role of the Private Sector in Resolving Financial Crises in Emerging Markets*, Peterson Institute, USA
8. Congleton, R. D. (2008) *Notes on the fiscal crisis and the bail out*, PDF fajl
9. Ćirović M. (2007) *Finansijska tržišta*, Naučno društvo Srbije, Beograd
10. Ćirović M. (2001) *Bankarstvo*, Bridge Company, Beograd
11. Dixit A. K. and Stiglitz J. E. (1977) *Monopolistic competition and optimum product diversity*, American Economic Review
12. Dušanić B. J. (2009) *Dolarska alhmijska i kazino ekonomija – svetska ekonomska kriza*, (dostupno na: www.dusanic.rs/dolarska%20alhemija%20i%20kazino%20ekonomija%20-%20svetska%20ekonomska%20kriza.pdf)
13. Đurić Z. (2003) *Spoljnotrgovinsko i devizno poslovanje*, V. P. Š. Kosovo Polje
14. Erić D. (2003) *Finansijska tržišta i instrumenti*, Čigoja Štampa, Beograd
15. Fernando Lopez D'Alesandro, (2008) *Ekonomska kriza u Sjedinjenim državama*, (dostupno na <http://www.balkanmagazin.net/novosti-i-politika/cid128-18544/ekonomska-kriza-u-sjedinjenim-drzavama>)
16. Filipović S. (2009) *Srpska privreda na udaru globalne ekonomske krize*, Kopaonik biznis forum, Savez ekonomista Srbije i UKDS, Beograd
17. Friedman J. and Zeihan P. (2009) *The United States, Europe and Bretton Woods II*, Stratfor, accessed 10/21/2009.
18. Igan, D., Mishra, Prachi and Tressel, T. (2009) *A Fistful of Dollars: Lobbying and the Financial Crisis*, in MF Working Paper No 09/287, IMF, Washington DC

19. Jakšić, M. i dr (2005) *Doktrine velikih ekonomista*, Ekonomski fakultet, Beograd
20. Jednak J. (2005) *Finansijska tržišta*, Beogradska poslovna škola, Beograd
21. Jovanović Gavrilović P. (2007) *Karakteristike savremenog međunarodnog finansijskog tržišta*, referat za kongres SRRRS, Vrućica
22. Jovanović Gavrilović P. (2006) *Međunarodno poslovno finansiranje*, Ekonomski fakultet, Beograd
23. Keeley, B. and Love, P. (2010), *From crisis to recovery*, OECD Insights, Paris
24. Komazec S., Ristić Ž. (2009) *Finansijska tržišta i berzanski menadžment*, EtnoStil, Beograd
25. Kovač O. (2009) *Uzroci i mogući koncepti rešavanja svetske finansijske krize*, u: Nova srpska politička misao, (dostupno na: <http://www.nspm.rs/ekonomska-politika/uzroci-i->)
26. Kovač O. (2002) *Međunarodne finansije*, Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd,
27. Kovačević R. (2000) *Oblici i mehanizmi stranih ulaganja, Strana ulaganja – poslovno – analitički pristup*, Beograd
28. Kovačević M. (2010) *Uzroci i neke posledice svetske ekonomske krize*, u: Ekonomski vidici, Beograd
29. Kozomara J. (2012) *Osnove međunarodnog poslovanja*, Ekonomski fakultet Beograd
30. Kranish M., Wirzbicki Alan. (2009) *Bailed-out banks lobby hard to stave off limits*, (dostupno na: http://www.boston.com/business/articles/2009/09/27/bailed_out_banks_battle_to_reshape_bills/)
31. Krugman P. (2009) *How Did Economists Get it so Wrong?*, The New York Times, September 6.
32. Lewis M., Einhorn D. (2009) *The End of the financial world as we know it*, (dostupno na: <http://www.nytimes.com/2009/01/04/opinion/04lewiseinhornb.html?pagewanted=all>)
33. Lichtblau E. (2010) *Lawmakers regulate banks then flock to them*, (dostupno na: <http://www.nytimes.com/2010/04/14/business/14lobby.html?pagewanted=all>)
34. Lipsey R. E. (1999) *The Role of Foreign Direct Investment in International Capital Flows*, NBER, Working Paper, no. 7094
35. Miljević I. M. (2007) *Metodologija naučnog rada*, Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Filozofski fakultet, Pale

36. O'Driscoll, G. P. (2008) *Asset bubbles and their consequences*, Cato briefing papers, br. 103, Cato Institute, Vašington
37. Petković J. (2009) *Uticaj ekonomske krize na poslovanje kompanija u Srbiji*, Biznis&Finansije, Beograd
38. Perić P. (2010) *Kapitalna ulaganja i projektno finansiranje*, Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd
39. Popovčić-Avrić S. (2009) *Upravljanje izvozom Srbije*, u: *Ekonomsko finansijski odnosi Srbije sa inostranstvom: Nužnost nove strategije*, Kragujevac
40. Radonjić O. (2009) *Uzroci tekuće globalne finansijske krize: magla koja je uspešno prodata*, u: *Nova srpska politička misao*, broj 3-4
41. Stakić B. (2012) *Međunarodne finansijske institucije*, Univerzitet Singidunum, Beograd
42. Stakić B., Barać S. (2007) *Međunarodne finansije*, Univerzitet Singidunum, Beograd
43. Šoškić D. (2000) *Hartije od vrednosti: Upravljanje portfolijom i investicioni fondovi*, Ekonomski fakultet, Beograd
44. Unković M., Stakić B. (2011) *Spoljnotrgovinsko i devizno poslovanje*, Univerzitet Singidunum, Beograd
45. Unković M. (2010) *Međunarodna ekonomija*, Univerzitet Singidunum, Beograd
46. Unković M., Stakić B. (2009) *Spoljnotrgovinsko i devizno poslovanje*, Univerzitet Singidunum, Beograd
47. Unković M. Stakić B. (1996) *Međunarodni ekonomski odnosi*, FST, Bijeljina
48. Vasiljević B. (2002) *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd
49. Vukmirica V. (2000) *Svetska trgovinska politika i tržišta*, PS Grmeč – Privredni Pregled, Beograd

Propisi:

50. IMF (2010) *World Economic Outlook: Rebalancing Growth*, *World Economic and Financial Surveys*, Washington DC
51. Odluka o načinu, rokovima i obrascima za registrovanje i evidentiranje kreditnih poslova sa inostranstvom
52. Odluka NBS o uslovima pod kojima se rezidentu može odobriti drzanje deviza na računu u inostranstvu, Službeni list SRJ, br.25/2002.

53. Odluka o uslovima za lične i fizičke prenose sredstava plaćanja u inostranstvo i iz inostranstva, Sl. glasnik RS”, br. 67/2006
54. Odluke o izmenama i dopunama Pravila poslovanja Beogradske berze a.d. Beograd (04/2 br. 1521-1/13)
55. Republički zavod za statistiku (2008), saopštenje broj 24, statistika spoljne trgovine <http://webrzs.statserb.sr.gov.yu/axd/arhiva1.php?NazivSaopstenja=ST13&ind=3>
56. Statistički bilten decembar NBS, 2008, Beograd
57. UNCTAD, (2009) *United Nations Conference on Trade and Development*
58. UNCTAD (2009) *Assessing the impact of the current financial and economic crisis on global FDI flows*, januar, UNCTAD, Geneva
59. UNCTAD, World Investment Report (2003) *FDI Policies for Development: National and International Perspectives*, annexes, United Nations, New York and Geneva
60. UNCTAD Handbook of Statistics, UNCTAD, Geneva, (dostupno na: http://www.unctad.org/Templates/web_lyer.asp?docid=10193&intItemID=1397&lang=1&mode=downloads)
61. *Zakon o investicionim fondovima*, Sl. glasnik RS”, br. 46/06
62. *Zakon o obligacionim odnosima*, Sl. list SFRJ, br. 29/78, 39/85, 45/89 - odluka USJ i 57/89, Sl. list SRJ, br. 31/93 i Sl. list SCG, br. 1/2003 - Ustavna povelja
63. *Zakon o osiguranju*, Sl. glasnik RS", br. 55/2004, 70/2004 - ispr., 61/2005, 61/2005 - dr. zakon, 85/2005 - dr. zakon, 101/2007, 63/2009 - odluka US i 107/2009
64. *Zakon o deviznom poslovanju*, Sl. glasnik RS, br. 62/2006, 31/2011 i 119/2012
65. *Zakon o Narodnoj banci Srbije*, Službeni glasnik RS, br 72/2003, 55/2004 i 44/2010
66. *Zakon o spoljnotrgovinskom poslovanju*, Službeni glasnik Srbije br 36/2009
67. *Zakon o stranim ulaganjima*, Službeni glasnik RS br. 3/02, 5/03
68. *Zakon o Narodnoj banci Srbije*, Službeni glasnik RS, br 72/2003, 55/2004 i 44/2010
69. *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata*, Sl. glasnik RS, br. 47/2006
70. World Investment Report 2004, UN, UNCTAD, New York and Geneva, 2004

Internet:

www.siepa.sr.gov.rs

www.belex.co.rs

http://www.belex.rs/trzista_i_hartije/organizacija_trzista

<http://www.nspm.rs/ekonomska-politika/uzroci-i-moguci-koncepti-resavanja-svetske-finansijske-krize.html?alphabet=l>

<http://www.balkanmagazin.net/novosti-i-politika/cid128-18544/ekonomska-kriza-u-sjedinjenim-drzavama>

www.federalreserve.gov

<http://www.standardandpoors.com/indices/sp-500/en/us/?indexId=spusa-500-usduf--p-us-l>

<http://www.djindexes.com/>

www.nvtimes.com

econ.worldbank.org

<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7658277.stm>

http://unctad.org/en/docs/webdiaeia20091_en.pdf

www.emportal.rs teme/bruto-domaci-proizvod.86892.html

www.standard.rs/.../4438-prof-dr-mlaen-kovaevi-iz-pogubne-ekonomske-i-drutvene-krize-

www.mfa.gov.rs/Srpski/ForeignInvest/makro_rs_s.html

www.krediti.rs/vesti/odobreno-oko-400-miliona...kredita/5414/

www.ekonomist.co.rs