

UNIVERZITET SINGIDUNUM

**Departman za
poslediplomske studije**

**POSLOVNA EKONOMIJA
MASTER STUDIJSKI PROGRAM**

MASTER RAD

Javni dug zemalja u vreme globalne finansijske krize

Mentor:
Prof. dr Nemanja Stanišić

Kandidat:
Marko Subotić
br. indeksa:
400052/2010

Beograd, 2013.

SADRŽAJ:

UVOD	4
I METODOLOŠKI OKVIR ISTRAŽIVANJA	7
1.1. Predmet istraživanja	7
1.2. Cilj istraživanja	7
1.3. Značaj istraživanja	7
1.4. Hipoteze istraživanja	8
1.5. Metodi istraživanja	8
II JAVNI DUG – TEORIJSKI OKVIR	10
2. POJMOVNO ODREĐENJE JAVNOG DUGA	10
2.1. Pojam javnog duga	10
2.2. Javni dug i javni zajam	13
2.3. Klasifikacija javnog duga	14
2.4. Upravljanje javnim dugom	15
3. UZROCI STVARANJA JAVNOG DUGA	17
3.1. Javni rashodi sa posebni osvrtom na vanredne javne rashode	19
3.2. Budžetski deficit i javni dug	24
4. DRŽAVNE OBVEZNICE	27
4.1. Rizici investiranja u obveznice	35
4.1.1. Kreditni rizik	36
4.1.2. Kamatni rizik	38
4.1.3. Rizik krive prinosa	39
4.1.4. Rizik likvidnosti	39
4.1.5. Rizik reinvestiranja	40
4.1.6. Rizik opoziva	41
4.1.7. Rizik inflacije	41
4.1.8. Valutni rizik	42
4.2. Upravljanje portfoliom obveznica	43
4.3. Kretanje cena obveznica	44
5. KREDITNI DERIVATI	47
5.1. Pojmovno određenje CDS Spridova	47

6. COUNTRY RISK – RIZIK ZEMLJE	49
5.1. Pojmovno određenje	49
5.2. Metodologije utvrđivanja rizika zemlje	50
III GLOBALNA FINANSIJSKA KRIZA I JAVNI DUG	58
7. SPECIFIČNOSTI REAGOVANJA POJEDINIH ZEMALJA NA GLOBALNU FINANSIJSKU KRIZU	66
7.1. Primer Ekvadora	67
7.2. Primer Jamajke	72
7.3. Primer Grčke	74
7.4. Primer Argentine	77
7.5. Primer Rusije	81
8. SRBIJA - JAVNI DUG I GLOBALNA FINANSIJSKA KRIZA	84
7.1. Prikaz javnog duga Srbije	84
7.2. Promena cena duga Srbije kao posledica promena na finansijskim tržištima	88
7.3. Porast javnog duga u 2013. godini	90
ZAKLJUČAK	92
LITERATURA	97

UVOD

Javni dug u brojnim zemljama stalno raste predstavljajući opasnost za makroekonomsku stabilnost. U mnogim zemljama, naročito onima s iskustvom dužničke krize, pretili da izazove velike poremećaje i ekonomski slom države. Paradoksalno, ipak ga se države, zbog niza prednosti javnog duga pred porezima, nerado odriču jer on predstavlja izvor prihoda, posebno u razdobljima izuzetno visokih, a ipak kratkotrajnih potreba za javnim izdacima (ratovi, elementarne nepogode, privredne krize). Privlačnost javnog duga s jedne i opasnost koja vreba kao posledica preteranog uživanja u njegovim „blagodatima“ s druge strane, zahtevaju stalnu opreznost i pažnju pri upotrebi ovog instrumenta fiskalne politike.

Upravo je ta nužnost racionalnog upravljanja javnim dugom podstakla ekonomsku nauku na proučavanje ovog fenomena, njegovih uzroka i posledica, na određivanje njegovih optimalnih i održivih granica. Sva ta istraživanja su pomogla tek razumevanje problema vezanih za zaduženost, ali ne uspevaju, zbog njegove kompleksnosti i specifičnosti, da daju univerzalne smernice politike zaduživanja, odnosno fiskalne politike.

Ovaj rad sadrži dve celine međusobno povezane, sa ciljem da našu istraživačku pažnju usmerimo na razumevanje fenomena javnog duga u realnom svetu i trenutku.

U prvoj celini rada bavićemo se pojmovnim određenjem javnog duga kroz definisanje tog fenomena, upoređivanja sa fenomenom javnog zajma, zatim ćemo dati klasifikaciju javnog duga sa kojom se slaže većina ekonomskih teoretičara. U okviru te celine bavićemo se i upravljanjem javnim dugom stoga što je u pitanju važan proces planiranja i sprovođenja strategije koji se razlikuje od zemlje do zemlje jer su ciljevi i mogućnosti pojedinih zemalja različiti, a njihove potrebe zavisne od brojnih činilaca specifičnih za datu zemlju. Zato je važno da svaka država uspostavi kvalitetan sistem upravljanja javnim dugom. Osim toga, govorićemo i o državnim obveznicama kao hartijama od vrednosti, jer se stvaranje javnog duga sprovodi kroz emisiju obveznica koje država čini.

Govoriti o javnom dugu, a ne baviti se uzrocima njegovog stvaranja. U okviru toga pažnja je posvećena javnim rashodima sa posebnim osvrtom na vanredne javne rashode kao i odnosu između budžetskog deficita i javnog duga.

Poslednja obrađena tema, u okviru ove celine, je rizik zemlje. četvrti deo, ovog prvog projektnog rada je posvećen riziku zemlje (country risk) gde je izvršeno pojamovno određivanje rizika zemlje i dat pregled metodologija njegovog utvrđivanja.

U drugoj celini bavićemo se osnovnom pojmovima koje srećemo u literaturi kada govorimo o javnom dugu, kreditnim derivatima, kretanjem cena obveznica i akcija, kao i rizicima koje nosi kreditno zaduživanje.

U trećoj celini rada ćemo analizirati reagovanje pojedinih zemalja u svetu na globalnu ekonomsku krizu koja se na različite načine reflektuje na te pojedine zemlje. Iako možemo zaključiti da su posledice koje javni dug proizvodi skoro identične, ipak su neke zemlje na različite načine odgovorile na krizu i iz tih odgovora možemo dobiti jasniju sliku kako o specifičnostima krize, tako i o samom javnom dugu, kao instrumentu fiskalne politike, koga su sve države prihvatile, jer on predstavlja izvor prihoda, posebno u razdobljima izuzetno visokih, a ipak kratkotrajnih potreba za javnim izdacima (ratovi, elementarne nepogode, privredne krize).

S tim u vezi, u radu su predstavljene i specifičnosti reagovanja pojedinih zemalja na globalnu finansijsku krizu i to Ekvadora, Jamajke, Grčke, Argentine i Rusije.

Zbog činjenice da su Ekvadoru osnovni izvori sredstava izvoz nafte i reminencija iz inostranstva, kao i da ne poseduje sopstvenu valutu čime su ograničene mogućnosti vlade da reaguje očekivalo se da će biti izuzetno pogođen globalnom krizom. Međutim, suprotno očekivanjima, on je umesto dugotrajne i duboke recesije izgubio samo 1.3 odsto bruto društvenog proizvoda i uspeo da privredu vrati u nivo proizvodnje pre recesije kao i da obezbedi trend rasta.

Što se tiče Jamajke, državni odgovor na krizu nije bio odgovarajući, i smatra se da ju je čak i produbio. Takodje sadašnji MMF aranžman u Jamajci koji je usmeren na fiskalne mere zatezanja u vreme kada je državna ekonomija jako slaba i pretila da ugrozi oporavak kao i da dodatno pogorša problem javnog duga.

Grčka je primer zemlje koja je na katastrofalan način izgubila bitku sa javnim dugom. Neki uzroci se mogu naći u neadekvatnoj raspodeli sredstava (skupa infrastruktura, npr.), ali i u velikim izdacima ulozenim za saniranje jer su je u dužem periodu, zadesile prirodne i druge nepogode koje su nanele velike štete objektima, privredi, infrastrukturi i iziskivale velike

troškove za naknadu štete i obnovu uništenog. Zbog dužničke krize Grčka je 2012. godine od Evropske unije ponovo dobila tzv. drugi paket spasa u iznosu od 130 milijardi evra. Ukupan dug Grčke sada premašuje 160 posto BDP-a iznosi 305 milijardi dolara.

Argentina je zemlja koja je 2001. proglasila bankrotstvo uz dug od 140 milijardi dolara. Ipak je zahvaljujući ekonomskim reformama uspela da, za svega desetinu godina dostigne privredni rast vodećih ekonomija u usponu. Argentina je takođe i članica zemalja Mercosura-a (o čemu će biti reći u daljem u radu), koje beleže značajne stope rasta. Ekonomski rast u ovim zemljama uglavnom je rezultat dobro sprovedenih politika, kao odgovor na brojne krize sa kojima su se one same susretale tokom osamdesetih i devedesetih godina, a delom i zbog značajne domaće tražnje, koja je u velikoj meri nadomestila manjak inostrane i time postala motor rasta u ovim zemljama.

Rusija, po mišljenju eminentnih analitičara, ali i po izjavama zvaničnika Svetske banke, predstavlja jednu od zemalja koje se najbolje nose sa ekonomskom krizom. Iako je globalna kriza usporila očekivani ekonomski rast i izazvala nestabilnost u Rusiji su gotovo sve krupne ruske kompanije već postigle neophodan nivo investicija u proizvodnju, s time što se naglašava da taj korak moraju da učine i srednje kompanije. Osim toga, brojni strani investitori su vrlo zainteresovani za ulaganja u Rusiju koja je pojednostavila brojne procedure (poreske, oko registracije preduzeća i dr.).

Smatra se da se uzroci potencijalno rastuće ekonomske krize nalaze u naglom padu prihoda od izvoza nafte, s jedne strane i u smanjenju kreditnog potencijala čime je usporena investiciona i potrošačka aktivnost.

Konačno, u radu smo analizirali i javni dug u našoj zemlji. Srbija je, kao i druge zemlje u periodu globalne ekonomske krize, takođe doživela povećanje nelikvidnosti privrede, pad bruto domaćeg proizvoda, industrijske proizvodnje, izvoza i uvoza, rast nezaposlenosti, smanjenje kupovne snage stanovništva i dr. Poslednji zvanično dostupni podaci koje je objavila Uprava za javni dug se odnose na juli mesec 2013. godine u kome je javni dug Srbije povećan za 173,5 miliona evra i iznosi 19,08 milijardi evra, što je 57,7 odsto bruto domaćeg proizvoda (BDP).

I METODOLOŠKI OKVIR ISTRAŽIVANJA

1.1. PREDMET ISTRAŽIVANJA

Predmet istraživanja je javni dug u vreme globalne finasijske krize. U okviru predmeta istraživanja posebna pažnja je usmerena na državne obveznice, rizik zemlje (country risk) u smislu analize sastavnih komponenata i metodologija utvrđivanja rizika zemlje od strane najvećih kreditnih agencija i konačno analiza porasta cena zaduživanja što je obuhvatalo analizu kamatnih stopa, CDS spreadova i prezentaciju nekoliko studija slučaja – Ekvadora, Jamajke i Grčke kao jedinih zemalja koje su od 2008. godine bankrotirale, kao i Argentine, Rusije i Srbije.

1.2. CILJ ISTRAŽIVANJA

Naučni cilj istraživanja jeste naučna deskripcija javnog duga. Odnosno opis i načini njegovog nastanka.

Društveni cilj jeste naći rešenja, odnosno kako pomoći zemljama koje su prezadužene.

1.3. ZNAČAJ ISTRAŽIVANJA

Aktuelna finasijska i ekonomska kriza pogodila je različitom jačinom gotovo sve zemlje sveta, bez obzira na njihov nivo razvijenosti i strukturu privrede. Ona je dakle pogodila sve privredne sektore i sve društvene slojeve. Po gotovo svim autorima, ključne posledice krize su nelikvidnost, pad proizvodnje i izvoza, smanjenje zaposlenosti i povećanje nezaposlenosti, pad životnog standarda i rast siromaštva. Značajan je podatak da globalna finasijska stabilnost još nije osigurana i da su još uvek prisutni rizici koji prete stabilizaciji svetske privrede. Javni dug pojedinih zemalja je visok, što zahteva da se ekonomska politika usredsredi na fiskalno prilagođavanje na srednji rok. Kod nekih zemalja javni dug je neodrživ i javlja se problem finansiranja visokog fiskalnog deficita. To dalje vodi ka bankrotstvu, a prema ekonomskoj teoriji, bankrotstvo je poslednja faza privredne krize, kada ugrožena zemlja nije u stanju da vraća ranije uzete zajmove.

U skladu sa ovim nametnuta je potreba upoznavanja sa fenomenom „country risk-a“ - rizika zemlje koji izvire iz jedne nacionalne ekonomije i koji nastaje kao rezultat seta

događaja u jednom dužem periodu u datoj zemlji i koji mogu imati bitan uticaj na sposobnost servisiranja dugova većine dužnika u toj zemlji ili dužnika fizički lociranih u drugim zemljama, čije su ekonomske okolnosti kritično zavisne od događaja u zemlji koja je u pitanju.

Ovim istraživanjem se prvenstveno htelo opravdati naučno tretiranje predmeta istraživanja koji ne predstavlja samo aktuelnu finansijsku kategoriju nastalu delovanjem brojnih činilaca, te stoga i zahteva multifaktorsku stručnu analizu.

I konačno, društveni cilj ovog istraživanja je doći do spoznanja kako pomoći zemljama koje su zadužene, odnosno opterećene javnim dugom u vreme globalne ekonomske krize.

1.4. HIPOTEZA ISTRAŽIVANJA

Glavna hipoteza je da se pokaže da su javni dug i finansijska kriza u pozitivnoj korelaciji, odnosno što je zemlja dug je veći i obrnuto.

Posebna hipoteza je da se analizom sadržaja predstavi kako javni dug zemalja u vreme globalne ekonomske krize dostiže ogromne razmere koje mogu dovesti do bankorta zemlje, odnosno kako se taj bankrot reflektuje na pojedine zemlje, ali sa istim posledicama.

1.5. METODI ISTRAŽIVANJA

U radu će se koristiti više metoda naučnog saznanja i naučnog istraživanja. Osnovne metode koje će biti korišćene su: metoda analize i sinteze, metoda apstrakcije i konkretizacije, metoda generalizacije i specifikacije, indukcije i dedukcije. Opštenaučne metode istraživanja koje će se koristiti u radu su: hipotetičko-deduktivna metoda, statistička metoda, metoda modelovanja, aksiomatska metoda, analitičko-deduktivna metoda, komparativna metoda.

U okviru metode analize u radu će biti korišćena analiza sadržaja, komparativna, genetička i kauzalna analiza, to iz razloga što se analizom sadržaja naučno saznaje sadržina dokumenta (u našem slučaju dostupne publikovane literature o predmetu rada); komparativnom analizom se saznaju određene sličnosti i razlike tretiranja predmeta istraživanja od strane istraživača, genetičkom nastanak, razvoj, kretanje i promene predmeta istraživanja, i kauzalna kojom saznajemo pravilnosti i zakonitosti postojanja predmeta istraživanja.

Osim toga, u radu ćemo koristiti dokazivanje i opovrgavanje kao metodski postupak jer oni predstavljaju značajnu proceduru koja prožima sve ostale metode, pa i osnovne¹. Konačno, kod proveravanja specifične hipoteze koristiće se metod komparacije.

Ovaj prvi pristupni rad je u osnovi teorijska analiza i obuhvataće odgovore na neka temeljna pitanja koja su već data u stručnoj i naučnoj literaturi. U tom smislu obrađivaće se sama suština javnog duga, način stvaranja, rast cena zaduživanja i to sa osvrtom na Srbiju.

¹ Miljević, I.M., *Metodologija naučnog rada*, Pale, 2007. g.

II JAVNI DUG – TEORIJSKI OKVIR

2. POJMOVNO ODREĐENJE JAVNOG DUGA

2.1. Pojam javnog duga

Javni dug je oblik javnog prihoda koji ostvaruje država, ili drugi javno-pravni organ, zbog postizanja određenih ciljeva, odnosno zbog pokrivanja rashoda, bilo kod emisije ustanove, bilo kod nosilaca dohotka, u zemlji ili u inostranstvu. Javni dug predstavlja skup različitih oblika zajmova, koje obično pravi država u svrhu ostvarivanja određenih budžetskih ciljeva. Davno su poznati različiti oblici javnog duga, kao vanrednog izvora sredstava za finansiranje javnih (državnih) rashoda. U posljednje vreme javni dug se redovno javlja kao izvor u državnim finansijama, ali ne radi uravnotežavanja državnih finansija, kao u klasičnoj teoriji, već kao vrlo pogodan i efikasan instrument ekonomske politike savremenih država.

U ekonomskim teorijama se pravi razlika između javnog duga i javnog zajma, bez obzira na tendenciju da se ova dva pojma izjednače. Danas bi se između javnog duga i javnog zajma mogla praviti razlika uglavnom u odnosu na subjekte koji ga opisuju. Javni dug se obično formira kod Centralne banke ili u inostranstvu, dok se javni zajam formira uglavnom na sredstvima subjekata (ovde se imaju u vidu sredstva preduzeća, stanovništva, poslovnih banaka i drugo), koji su nosioci dohotka u privredi.

Kao što je napomenuto, danas se ta dva pojma često izjednačavaju iako među njima postoji razlika. Naime javni zajam najčešće nastaje u posebnim uslovima kada su državi odmah, ili u kratkom roku potrebna sredstva za određene, najčešće vanredne rashoda, koje ne može da osigura redovnim prihodima. Javni zajam je metod kojim se to postiže. Raspisujući javni zajam, u odnosu na nosioce dohotka u zemlji ili uzimanjem zajmova u inostranstvu, država dolazi do potrebnih sredstava. Država javni zajam vraća postepeno u dužem vremenskom periodu, obično kroz anuitete (otplate i kamate) – koristeći pri tome svoje redovne prihode (poreze i drugo). Ovo je posebno slučaj kad naglo porastu javni rashodi (ratno stanje), odnosno kada je nemoguće daljom poreskom presijom osigurati potrebne redovne prihode. Državni zajmovi su metod ili sredstvo kojim se, tokom dužeg ili kraćeg

vremena, teret vanrednih rashoda raspoređuje na više generacija bez osetnijeg poreskog opterećenja generacije koja je trenutno poreski obveznik.

U Zakonu o javnom dugu Republike Srbije nailazimo na sledeću definiciju javnog duga (pri čemu je dug „novčana obaveza ili obaveza otplaćivanja novčanog zaduživanja“). Dakle, javni dug jeste dug:

- koji nastaje po osnovu ugovora koji zaključi Republika,
- po osnovu hartija od vrednosti (državne hartije od vrednosti),
- po osnovu ugovora, odnosno sporazuma kojim su reprogramirane obaveze koje je Republika preuzela po ranije zaključenim ugovorima, kao i emitovanim hartijama od vrednosti po posebnim zakonima,
- koji nastaje po osnovu date garancije Republike, ili po osnovu neposrednog preuzimanja obaveze u svojstvu dužnika za isplatu duga po osnovu date garancije, odnosno po osnovu kontragarancije koju daje Republika,
- dug lokalne vlasti, kao i pravnih lica za koje je Republika dala garanciju;

U zakonu se dalje preciziraju i sledeći pojmovi kao što su zaduživanje, garancija, kontragarancije, državne hartije od vrednosti, primarno tržište, strana valuta.

Tako, „zaduživanje jeste uzimanje kredita, odnosno zajmova (u daljem tekstu: kredit) i emitovanje državnih hartija od vrednosti za finansiranje budžetskog deficita i deficita tekuće likvidnosti, za refinansiranje javnog duga i za finansiranje investicionih projekata, kao i davanje garancija i kontragarancija; garancija jeste uslovna obaveza Republike da plati dospelu, a neizmirenu novčanu obavezu u slučaju ako lokalna vlast, odnosno pravno lice za koje je Republika dala garanciju ne izvrši plaćanje o roku dospeća; kontragarancija jeste garancija koju Republika daje državnoj zajednici Srbija i Crna Gora kada je državna zajednica Srbija i Crna Gora garant za izmirivanje obaveza po ugovoru o kreditu čija se sredstva koriste za potrebe Republike ili za druge namene u Republici; državne hartije od vrednosti jesu kratkoročne i dugoročne hartije od vrednosti koje emituje Republika; finansijske institucije, u smislu ovog zakona, jesu banke, društva za osiguranje, brokersko-dilerska društva, penzioni fondovi, investicioni fondovi i štedionice; primarno tržište jeste tržište na kojem se vrši inicijalna prodaja državnih hartija od vrednosti, neposredno ili preko posrednika; strana valuta

jeste valuta strane države; privilegovana informacija jeste informacija koja nije dostupna javnosti, a značajna je za utvrđivanje cene državne hartije od vrednosti i čijim korišćenjem se može steći finansijska korist“².

Javni dug i ekonomski rast su dva su ključna pitanja koja se postavljaju u okviru ekonomske politike. Većina zemalja se početkom 80-ih godina prošlog veka suočila s rastućim deficitima javnog sektora i rastućim javnim dugom. Tako na primer Nemačka, 90-ih godina, kao najveća ekonomija u okviru Evropske unije udvostručila odnos javnog duga i bruto društvenog proizvoda što je bilo posledica javnog finansiranja ujedinjenja Istočne i Zapadne Nemačke. U isto vreme i Japan je imao visoke deficite javnog sektora koji su finansirani rastućim zaduživanjem. Javni dug Japana više je nego udvostručio probijanje u BDP-u. Stope rasta ove dve ekonomije u vreme rasta javnog duga kontinuirano su opadale.³

Razlika između javnog duga (*general government debt*) i duga javnog sektora (*public sector debt*) proističe iz različitih poimanja institucionalnih jedinica od kojih se država u celini i javni sektor sastoje. Zato je neophodno definisati jedinice koje čine sektor države u celini, kao i one koje su deo šire definisanog javnog sektora. Državu čine one institucionalne jedinice koje obezbeđuju robu i usluge za ličnu ili kolektivnu potrošnju pretežno na netržišnoj osnovi i koje više preraspodelu dohotka i bogatstva uz ostvarenje političkih obaveza i obavljanje uloge ekonomskog regulatora. Sektor države se sastoji od podsektora centralne, regionalne i lokalne vlasti i fondova socijalnog osiguranja. Javni sektor, pored jedinica države, obuhvata i sve institucionalne jedinice koje jedinice države direktno ili indirektno kontrolišu, pa tako javni sektor čini država u celini i sva javna nefinansijska preduzeća kao i javne finansijske institucije.

U skladu sa tim, javni dug obuhvata samo dug jedinica države (domaći i spoljni dug centralnog, regionalnog i lokalnog nivoa države i fondova socijalnog osiguranja), dok dug javnog sektora obuhvata dug opšte države, dug javnih nefinansijskih preduzeća i dug javnih finansijskih institucija.⁴

²<http://www.vin.bg.ac.rs/nv/Materijal/ZAKON%20o%20javnom%20dugu.pdf>, posećeno 29.10.2012.

³ http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=362940, posećeno 1.11.2012.g.

⁴ http://www.mogucasrbija.rs/files/20120707100055metodologija_javnog_duga.pdf, posećeno 17.10.2012.

2.2. Javni dug i javni zajam

Javni dug i javni zajam se razlikuju u odnosu na subjekte koji ih otpisuju i u odnosu na sistem otplate. Naime, javni dug se „obično formira kod Centralne banke ili u inostranstvu, a zajam na sredstvima subjekata nosilaca dohotka u privredi (preduzeća, poslovne banke, stanovništvo i sl.).⁵

Iako se danas ova dva pojma sve više poistovećuju, među njima ipak postoji razlika. Sam pojam javnog duga poznat je još od srednjeg veka i on se, kako navode Stakić i Barać, „stvarao na bazi zaloga državnih dobara, regala, dragocenosti i sl., i po pravilu je služio potrebama vladara i imao privatno-pravni karakter.“ S druge strane, javni zajam je „oblik javnog prihoda koji ostvaruje država radi pokrića svojih rashoda, odnosno ostvarivanja određenih budžetskih ciljeva.“ U tom smislu govorimo o efikasnom instrumentu ekonomske politike koji koriste gotovo sve države kao izvor javnih finansija.

Nastanak javnog zajma vezuje se za one posebne prilike kada su državi hitno potrebna sredstva, najčešće za izvanredne javne rashode, koje ona nije u stanju da osigura redovnim prihodima. U toj situaciji država se pojavljuje kao zajmoprimac jer raspisujući javni zajam ona pozajmljuje sredstva od fizičkih pravnih lica, koja će, uz obavezu plaćanja cene zajma tj, kamate vratiti u određenom roku.

U skladu sa navedenim, razlikujemo kratkoročni, srednjoročni i dugoročni zajam. Država javni zajam obično vraća u dužem vremenskom periodu kroz anuitete ponekad koristeći svoje redovne prihode, npr. kroz poreze. Ovo drugo se dešava u slučaju da javni rashodi naglo porastu i kada se za njihovo pokriće ne mogu osigurati redovni javni prihodi. To je na primer slučaj u situacijama ratnog stanja, naoružavanja i slično. Iz tog razloga je državni zajam veoma pogodan metod kojim se teret vanrednih rashoda bez prevelikog opterećenja prenosi na generaciju koja je trenutno poreski obveznik.

Realizacija javnog zajma se može obaviti:

- direktnom emisijom - upisom, kada se država direktno obraća potencijalnim upisnicima,

⁵ Stakić, B. i Barać, S. *Javne finansije*, Univerzitet Singidunum, Čugura Print, Beograd, 2008.g., str.194

- indirektnom emisijom - posredovanjem banaka, kada jedna ili više banaka otkupe sve obveznice,
- prodajom obveznica koje mogu glasiti na donosioca ili ime,
- prodajom javnog zajma na berzi
- realizovanjem javnog zajma kod inostranog zajmodavca s time što se onda javni zajam vraća u stranoj valuti.

Na kraju važno je naglasiti da je kod savremenih privreda, kako ističu pomenuti autori, „preovlađujuća odlika, uz stalno širenje funkcija države, stalni rast deficita budžeta i rast javnog duga.“⁶

2.3. Klasifikacija javnog duga

Najčešće pominjana klasifikacija javnog duga⁷, razlikuje sledeće vrste javnog duga:

- „unutrašnji i spoljni (zavisno od principa teritorijalnosti),
- dobrovoljni i prinudni (zavisno od metoda pribavljanja sredstava).
- kratkoročni i dugoročni (zavisno od vremena za koje su formirani),
- anuitetni, rentni, dugovi sa naplatom i bez naplate kamate (zavisno od načina otplate i garancije).
- zajmovi sa zalogom i bez zaloga (zavisno od toga da li država istovremeno preuzima i obavezu da daje neki zalog ili garanciju za uredno plaćanje kamate i otplatu duga“.

Stvaranje javnog duga se sprovodi kroz emisiju obveznica. Država daje obveznice poveriocima koji su spremni da joj na raspolaganje stave svoj dohodak.

Razlikujemo dva osnovna sistema emisije duga i to direktni i indirektni. Direktna emisija javnog duga sprovodi se u razvijenim zemljama koje imaju razvijenu i privredu i finansijsko tržište, ali i štednju. U njima se, u cilju izbegavanja troškova zajma, obveznice neposredno uručuju upisnicima koji imaju i dodatne pogodnosti kao što su na primer poreske

⁶ Isto, str. 194 - 195

⁷ Stakić B., i Barać S., *Javne finansije*, Univerzitet Singidunu, Čigura print, Beograd, 2008.g. str.193

olakšice. Ovde su unapred utvrđeni načini otplate i kamata. Indirektna emisija javnog duga podrazumeva njegovo ustupanje po već utvrđenoj ceni. Najčešće se to ustupa bankama ili bankarskim konzorcijumima gde one dug isplaćuju odmah, a kasnije preprodajom obveznica formiraju sredstva. Ovaj način za prikupljanje budžetskih sredstava je pogodan u situacijama kada država nije sigurna da će emisija uspeti.⁸

2.4. Upravljanje javnim dugom

Upravljanje javnim dugom predstavlja proces planiranja i sprovođenja strategije za upravljanje javnim dugom u cilju prikupljanja potrebnih finansijskih sredstava za finansiranje deficita države, vodeći računa o odnosu troškova i rizika, ali i istovremenog podsticanja razvoja domaćeg tržišta državnih hartija od vrednosti. U ovome je sadržan glavni cilj upravljanja javnim dugom. Međutim, ciljevi i mogućnosti pojedinih zemalja su različiti, a njihove potrebe su zavisne od visine i strukture duga, razvijenosti tržišta kapitala, kreditnom rejtingu, kvaliteta fiskalne i monetarne politike, zatim od makro-ekonomskog okruženja i drugo. Ipak, bez obzira na stepen razvijenosti, važno je da svaka država uspostavi kvalitetan sistem upravljanja javnim dugom.

Država zaduživanjem odlaže plaćanje troškova današnje potrošnje za budućnost i za to plaća kamate. Kad se javni dug posmatra na takav način, jasno je koliko je rizičan i odgovoran zadatak njegovim upravljanjem. Loše strukturisan dug s aspekta dospeća, valute ili kamatne stope može biti pokazatelj nastanka i razvoja ekonomske krize. Zemlja koja u ukupnom dugu ima visok udeo duga u stranoj valuti je previše izložena promenama na finansijskom tržištu. Isto se odnosi i na visok udeo duga s promenljivom kamatnom stopom. U tom smislu država sa slabo strukturisanim dugom je osetljiva je na spoljne ekonomske šokove i krizu likvidnosti koja se obično prelijeva i na privatni sektor. Upravljanje javnim dugom je izuzetno važno kod zemalja u razvoju prvenstveno zbog malog i obično nedovoljno razvijenog tržišta kapitala i niskog nivoa domaće štednje.

Značajan cilj upravljanja javnim dugom je razvoj domaćeg tržišta državnih hartija od vrednosti. Ukoliko zemlja nema razvijeno sopstveno tržište državnog duga, pa nije u stanju da

⁸ Jeremić, Lj. *Osnovi finansija*, Univerzitet Singidunum, Čugura print, Beograd, 2008.g., str. 278-279

emituje dugoročni dug u domaćoj valuti s fiksnom kamatom u odnosu na razumnu potrošnju, moraće se opredeliti između rizičnog kratkoročnog duga, s promenljivom kamatnom stopom u domaćoj valuti ili dugoročnog rizičnog duga u stranoj valuti.⁹

Likvidno tržište smanjuje troškove zaduživanja, a promet državnih obveznica je obično osnova za utvrđivanje prometa ostalih finansijskih instrumenata. Značajan cilj je povećanje transparentnosti javnog duga. Planovi zaduživanja, pravila i uslovi izdavanja državnih obveznica moraju biti javno objavljeni i jasni investitorima. S toga je potrebno koristiti jasne tržišne mehanizme pri izdavanju obveznica kako se ojačao kredibilitet i poverenje investitora.¹⁰

U upravljanju tržišnim rizikom važno je proučiti finansijska obeležja prihoda države koji se koriste za otplatu dugova i s tim u vezi mogućnosti usklađivanja prihoda i obaveza. Glavni prihodi države su porezi naplaćeni u domaćoj valuti, što je dobar uslov za kontrolisanje duga u domaćoj valuti. Međutim, kod nedovoljno razvijenog finansijskog tržišta to je teško ostvarljivo, jer zaduživanje u domaćoj valuti često utiče na odustajanje od privatnih investicija. Neke zemlje su smanjile rizik tako da su valutnu strukturu svojih obaveza prilagodile valutnoj međunarodnoj strukturi. Naravno iako je gotovo nemoguće potpuno uskladiti dohodak i rashod države sama analiza bilansa pomaže državi da smanji i rizike i troškove i na taj način kreira strategiju koja najviše odgovara prilikama u zemlji.

Kada govorimo o upravljanju rizicima važno je, prilikom kreiranja strategije, posebno obratiti pažnju na izvesne, da tako kažemo, zamke na koje se može naići. Naime, u pojedinim zemljama postoji visok udeo vanbilansnih, potencijalnih obaveza države poput državnih garancija koja predstavljaju značajan rizik tzv. moralnog hazarda, a veliki problem je i neprikazivanje stvarnog stanja potencijalnih obaveza. Zato se i jemstva moraju uključiti u upravljanje rizikom jer ukoliko dođe do njihovog dospeća za naplatu, mogu postati značajan problem za likvidnost zemlje.

Naravno da nisu sve zemlje jednako izložene svim rizicima, zato se i strategije oblikuju prema njihovim prilikama. Razvijene zemlje s dubokim i likvidnim tržištem domaćih

⁹ <http://www.imf.org/external> - MMF i Svetska banka, Guidelines for public debt management: Accompanyng documents, Washington D.C., International Monetary Fund, 2003, str.:26, posećeno 1.11.2012.g.

¹⁰ Isto, str.37

hartija od vrednosti obično su u upravljanju usmerene na tržišni rizik i pomoću sofisticiranih metoda izračunavaju i procenjuju razmere mogućih rizika. S druge strane, zemlje u razvoju, sa ograničenim pristupom stranim tržištima kapitala i sopstvenim nerazvijenim tržištem su uglavnom usmerene na smanjenje rizika refinansiranja. Zato one moraju da imaju likvidnu imovinu, da diverzifikuju rokove dospeća instrumenata zaduživanja, da koriste zamenu tzv. swap, starih dugova za nove, ali i da održavaju optimalni nivo međunarodnih zaduživanja.

3. UZROCI STVARANJA JAVNOG DUGA

U finansijskoj literaturi objašnjenje uzroka javnog duga ide u dva pravca, od kojih se jedan koristi normativnim, a drugi pozitivnim pristupom. Razmatranje pitanja održivosti deo je pozitivnog pristupa određenju uzroka nastanka javnog duga. Osnovni zagovornik drugog, normativnog pristupa javnom dugu je Robert Barro. On i njegovi sledbenici posmatraju državu kao „dobrohotnog društvenog planera" kojoj je cilj obezbediti maksimalnu korist članovima društva. Oni smatraju da su učinci fiskalne politike tj. oporezivanja najmanje distorzivni ako se porezne stope drže stalno na istom nivou. S obzirom da privrede prolaze kroz razdoblja ekspanzija i recesija, uz konstantne porezne stope naizmenično se javljaju razdoblja budžetskog deficita i budžetskog suficita. Na njih utiču i spoljni faktori javnih izdataka. Dug se tako koristiti u razdobljima privremenog porasta javnih izdataka (posebno u razdobljima ratova i velikih kriza), a nepromenjene porezne stope će u razdoblju nakon rata tj. kriza generisati budžetski suficit koji će kompenzovati današnji deficit u terminima sadašnje vrednosti. Pojava javnog duga samo je logičan rezultat takve politike u onim razdobljima kada za to postoji opravdanje.

Normativni pristup se, međutim, može samo ponekad potvrditi stvarnim podacima, i on ne može da odgovori na pitanje nastanka visokih i trajnih deficita u mirnodopskim uslovima, niti može objasniti razlike u visini deficita u zemljama sa sličnim ekonomskim kretanjima.

Kao alternativa neoklasičnom normativnom pristupu javlja se pozitivni pristup objašnjenju nastanka i kretanja javnog duga. Taj pristup napušta pretpostavku države kao dobronamernog društvenog planera smatra da političari odlučuju o načinu finansiranja na osnovu vlastitog interesa i specifičnih ograničenja koja im postavlja institucionalno okruženje. Zastupnici pozitivnog pristupa smatraju da tendencije prekomernog deficita mogu proizići iz samovoljnog ponašanja političara i birokrata, a kojima je cilj da osiguraju ponovni izbor i zadrže političku moć i s njom povezane koristi i privilegije.

Slično ovome postoje i teoretičari koji prihvataju pozitivni pristup objašnjenju nastanka javnog duga tvrdeći da je dug posledica strateskih konflikata između političkih stranaka i društvenih grupa koje zajedno vrše pritisak na političke odluke. Politička privlačnost duga koju sugerise pozitivni pristup može, prema tome, zaduživanje voditi i preko održivih granica, pa se stoga javlja sasvim opravdana potreba za praćenjem dinamike zaduživanja, otkrivanjem održivih nivoa javnog duga i ograničavanjem rasta duga kad on pređe granicu održivosti.

Među osnovnim uzrocima stvaranja javnog duga smatraju se vanredni veliki javni rashodi, investiranje države u privredu sredstvima izvan redovnih (poreza), nepoklapanje vremena formiranja javnih prihoda i trošenja sredstava – javnih rashoda, stalni budžetski deficit koji nije moguće pokriti redovnim javnim prihodima.

Zatim tu ubrajamo i procese ubrzane urbanizacije koji predstavljaju značajan faktor koji dovodi do porasta javnih rashoda. Naime, urbanizacija je rezultat industrijalizacije koja za sobom povlači i nicanje novih, kao i proširenje postojećih gradova.

Povećanje funkcija države nužno dovodi do povećanja javnih rashoda, naročito porast državnog aparata i zapošljavanje javnih službenika. Pri tome, državne službe koje nisu potrebne veoma se skoro ukidaju ili redukuju, dok se istovremeno nove državne službe lako formiraju. Dolazi do konstantnog širenja državne administracije i multiplikovanja državnih funkcija.

Inflacione tendencije predstavljaju značajan faktor povećanja javnih rashoda, obzirom da je inflacija hronična bolest svih savremenih privreda. Naime, razvoj nacionalnih privreda vezan je za povećane stope rasta cena.

3.1. Javni rashodi sa posebni osvrtom na vanredne javne rashode

U savremenoj finansijskoj literaturi mogu se sresti brojne definicije koje na različite načine definišu pojam i suštinu javnih rashoda. Ne ulazeći u razlike i nijanse koje se mogu uočiti u definisanju pojma javnih rashoda, treba naglasiti da javni rashodi, po pravilu, predstavljaju zadovoljenje javnih potreba pomoću novca, odnosno da su oni izdaci koje država čini u javnom interesu zadovoljenja javnih potreba. Treba imati u vidu da je za većinu definicija javnih rashoda karakteristično da polaze od dve osnovne teze: po prvoj - javni rashodi služe za podmirenje javnih potreba; i drugoj – javni rashodi su u savremenim uslovima po pravilu izraženi u novcu. Ovo su ujedno i dve osnovne karakteristike javnih rashoda.¹¹

Savremena finansijska teorija finansijsku aktivnost i novu ulogu države upoređuje sa svojevrsnim filterom kroz koji prolazi značajan deo nacionalnog dohotka, ne da bi bio uništen, već da bi kroz transfer i usmeravanje u određenim pravcima shodno ekonomskoj politici zemlje, dao optimalne ekonomske i socijalno-političke efekte. Pri tome, najčešće su prisutni brojni i različiti efekti multiplikujućeg karaktera, sa nizom propratnih tj. sporednih delovanja u privredi. Analogno navedenom, javni rashodi se u savremenoj finansijskoj teoriji posmatraju u sklopu celokupnog finansijskog mehanizma privrede i izučavaju se u funkcionalnoj vezi sa kretanjem osnovnih makro ekonomskih kategorija.

Javni rashodi imaju određene karakteristike koje su im zajedničke i to u raznim državama- sa različitim društvenim uređenjem. Na osnovu toga možemo zaključiti da postoje neki zajednički principi koji važe za sve, poput korisnosti, pokrića, upotrebe i dr. Osnovni principi javnih rashoda bili bi sledeći:

1. Usklađivanje kretanja rashoda s kretanjem nacionalnog dohotka ili društvenog proizvoda
2. Proporcionalno zadovoljavanje društvenih potreba
3. Društveni interes u stvaranju javnih rashoda
4. Načelo uravnoteženja rashoda i prihoda
5. Principi društvene korisnosti, odnosno štednje u trošenju javnih sredstava
6. Načelo održavanja određene strukture javnih rashoda.¹²

¹¹ <http://www.scribd.com/doc/82737281/8540578-Pojam-i-Karakteristike-Javnih-Rashoda>

¹² Budimir Stakić, Slobodan Barać, "Javne finansije", Univerzitet Singidunum, Beograd 2008. godine, str. 146.

Od veličine javnih rashoda zavisi iznos javnih prihoda koje treba prikupiti. Obim javnih prihoda uslovljava obim javnih rashoda i stepen zadovoljavanja javne potrošnje. Za stavove finansijskih teoretičara tzv. klasične teorije javnih finansija karakteristično je to da njihov stav predstavlja teza da javni rashodi moraju da budu što manji, a po mnogim shvatanjima poželjno je da se kreću u rasponu između 15-25% društvenog proizvoda zemlje. Obzirom da su javni rashodi i prihodi trebali biti uvek jednaki, kao ponuda i potražnja, odnosno investicija i štednja, po logici stvari polazilo se od stavova da poresko opterećenje treba da bude što niže, da bi se dao dovoljan podstrek privatnoj inicijativi kao generatoru privrednog rasta i stabilnosti. Međutim, savremena finansijska teorija ne prihvata stanovište da su javni rashodi dobri samo kada su mali, pogotovo ne stav da oni predstavljaju samo teret za privredu. Naprotiv, zastupljena je teza da su javni rashodi uvek korisni kada su produktivni, pri čemu za takvu tezu nije bitno koliko su visoki. Pitanje plafona, odnosno krajnjeg limita javnih rashoda u savremenoj finansijskoj teoriji još je uvek otvoreno. Stoga, sa aspekta optimalnog funkcionisanja nacionalne privrede, problem limita javnih rashoda svakako nije moguće rešavati usvajanjem nekog određenog procenta.

Takav stav proizilazi prvenstveno iz sledećih razloga:

- Postoji zakonitost stalnog rasta javnih rashoda;
- Javni rashodi se danas ne vezuju samo za visinu nacionalnog dohotka;
- Ne postavlja se više pitanje ukupne visine javnih rashoda, već pitanje njihove strukture;
- Stalni rast javnih rashoda postao je jedan od instrumenata regulisanja privrednih ciklusa.

Raspravljajući o visini javnih rashoda, savremena teorija javnih finansija je pokazala da osnovni problem prilikom utvrđivanja veličine javnih rashoda nije vezan za njihovu kvantitativnu, već kvalitativnu dimenziju. Ma kakav bio njihov apsolutni iznos bitna je kvalitativna dimenzija tj. ekonomski efekat. U skladu sa navedenim, savremena teorija javnih finansija upozorava da problem volumena javnih rashoda ima svoje dve dimenzije: ekonomsko-socijalnu i finansijsku. Ekonomsko-socijalni aspekt javnih rashoda u normalnim uslovima privrednog razvoja i poslovanja privrede opredeljuje minimum javnih rashoda kao masu koja mora biti dovoljna da podmiri osnovne funkcije državnog administrativnog aparata i sve vitalne funkcije stanovništva. Međutim, ekonomsko-socijalni aspekt javnih rashoda u prilikama koje se ne mogu smatrati normalnim, odnosno kada je privreda u neravnoteži i

krizi, nužno iskazuje od države da preduzme mere za eliminisanje ekonomskih poremećaja i da sprovede određene stabilizacione programe. U ovakvim situacijama, uključivanje države predstavlja neminovost i ona zahteva dodatna sredstva koja su namenjena oživljavanju privrednih aktivnosti i stabilizaciji poremećenih ekonomskih tokova da bi se pokrili povećani javni rashodi. Prema tome, minimum javnih rashoda mora se uspostaviti na višem nivou.

Posmatranje javnih rashoda sa aspekta njihovog uticaja na konjunkturu iziskuje da oni budu što elastičniji. Stoga, s ovog aspekta razlikuju se: (a) ciklični javni rashodi, čija visina spontano varira sa promenama konjunktornog ciklusa, (b) aciklični javni rashodi, koji uopšte nisu senzibilni na ciklična kretanja privrede, i (c) anticiklični javni rashodi koji se posebno upotrebljavaju za aktivno delovanje na stabilizaciju privrede. Kod javnih rashoda koji utiču na povećanja proizvodnje njihovu gornju granicu nije moguće odrediti, s obzirom na činjenicu da oni multiplikativno doprinose povećanju nacionalnog dohotka. Zbog toga, od velikog je značaja njihova racionalnost. Takođe, kod transfernih rashoda gornju granicu određuje ekonomska snaga obveznika koji podnose teret plaćanja javnih prihoda. Generalno rečeno, za javne rashode limit treba da bude determinisan trendom kretanja opšte globalne tražnje¹³

Finansijski aspekt određivanja visine javnih rashoda predstavlja drugu dimenziju ovog problema koji se ovde ne pojavljuje kao problem u klasičnom smislu reči, već se on ovde postavlja kao problem finansijskih mogućnosti, s obzirom da javni rashodi mogu biti onoliko visoki koliko to dozvoljavaju instrumenti javnih prihoda. Analiza podataka o kretanjima javnih rashoda mnogih zemalja u dužim vremenskim serijama, nedvosmisleno potvrđuju da se u suštini ostvaruje tzv. „Wagnerov zakon“ o stalnom rastu javnih rashoda. Po ovom zakonu „socijalni progres je taj koji izaziva stalni porast javnih rashoda.“ Na kraju treba reći da je neosporna činjenica da se granice rasta javnih rashoda ne mogu egzaktno utvrditi.

Struktura javnih rashoda ima izuzetan uticaj na dinamiku privrednog rasta, njegovu strukturnu karakteristiku, kao i na socijalni razvoj i društveni standard stanovništva. U finansijskoj praksi skoro svih država posebna se pažnja posvećuje upravo pitanjima strukture javnih rashoda. S tim u vezi, svaka država nastoji da formira i održi takvu strukturu javnih rashoda koja će na optimalan način moći da osigura prvenstveno sledeće:

- Stabilnost privrede i optimalan ekonomski rast;

¹³<http://www.apeironuni.eu/oglasnaploca/arhiva/obavijest15/Menadzment%20javnih%20finansija%20skripta.pdf>

- Određenu strukturu razvoja;
- Socijalnu politiku;
- Sigurnost unutar zemlje i teritorijalni integritet;
- Odgovarajuću politiku razvoja nauke, obrazovanja i kulture itd.

Javni rashodi savremenih država uglavnom se grupišu na sledeći način: 1. rashodi državne uprave, uključujući i rashode unutrašnje bezbednosti; 2. rashodi za narodnu odbranu (vojni rashodi); 3. rashodi sudstva, tužilaštva i pravobranilaštva; 4. rashodi za obrazovanje; 5. rashodi za kulturu, fizičku kulturu i sport; 6. rashodi za nauku; 7. rashodi namenjeni za ekološke svrhe; 8. rashodi za ekonomske intervencije i investicije; 9. rashodi socijalne sigurnosti stanovništva; 10. ostali nepomenuti javni rashodi.

1. Rashodi državne uprave –uključuju kako lične, tako i materijalne rashode namenjene finansiranju delatnosti i rada državnog aparata na svim nivoima društveno-političke organizovanosti. Oni u sebi sadrže i nemale javne rashode namenjene organima unutrašnje bezbednosti.

2. Rashodi za odbranu zemlje (vojni rashodi) –zauzimaju istaknuto mesto u strukturi javnih rashoda svake zemlje. Oni su u velikoj meri pod uticajem ukupnih međunarodnih odnosa i kretanja u svetu.

3. Rashodi sudstva, tužilaštva i pravobranilaštva –predstavljaju određena sredstva koja su potrebna da bi se obavili poslovi za čije su izvršenje na osnovu ustava i zakona nadležne odgovarajuće državne institucije.

4. Rashodi za obrazovanje –spadaju u najvažnije stavke u strukturi rashoda savremenih država. U savremenim državama rashodi obrazovanja spadaju u red javnih rashoda koji su veoma značajni po svom obimu. U većini zemalja, sve se više prihvata stav da u zavisnosti od stepena obrazovanja stanovništva i adekvatne kvalifikacione strukture zaposlenih zavisi i ukupan socio-politički i ekonomski razvoj zemlje.

5. Rashodi za kulturu, fizičku kulturu i sport –isto kao i rashodi za obrazovanje imaju direktan uticaj na ukupan socijalni i ekonomski razvoj zemlje. U najvećem broju zemalja najveći deo rashoda za izgradnju, opremanje, održavanje i funkcionisanje muzeja, pozorišta, i

drugih kulturnih ustanova, najvećim delom se finansiraju iz budžeta ili nekih drugih instrumenata preraspodele (fondova).

6. Rashodi za nauku – predstavljaju sve značajnije javne rashode u većini savremenih država. Uz već pomenuto obrazovanje, naučno-istraživački rad u velikom procentu doprinosi povećanju stope privrednog rasta i povećanju produktivnosti rada.

7. Rashodi za ekološke svrhe – spadaju među najmlađe javne rashode. Ali danas imaju najizrazitiju dinamiku rasta. Javni rashodi namenjeni zaštiti vode, vazduha i zemlje od zagađenja, kao i rashodi namenjeni smanjenju stepena radijacije i buke, skoro da su postali tzv. „internacionalni“ javni rashodi.

8. Rashodi za ekonomske intervencije i investicije – vezuju se za povećanu ulogu savremene države u ekonomskom i socijalnom životu. Ovde se u stvari radi o brojnim oblicima posredne i neposredne državne intervencije u širokom spektru ekonomskih i socijalnih funkcija. Raznim merama posredne i neposredne intervencije države u nacionalnoj privredi, država može da utiče na uslove privređivanja, povećanje izvoza, ograničavanje uvoza, usmeravanje investicija, brži razvoj pojedinih grana i područja, promenu privredne strukture, kao i realizaciju makroekonomskih programa stabilizacije u slučajevima privredne stagnacije i recesije, ili bilo kojih drugih oblika poremećaja privrednih tokova.

9. Rashodi socijalne sigurnosti stanovništva – predstavljaju javne rashode koji najčešće spadaju među najveće rashode u skoro svim savremenim državama. Ovde se o dve vrste socijalne sigurnosti stanovništva. Prvo, radi se o segmentu socijalnog osiguranja, kako onom obaveznom, tako i onom dobrovoljnom, koji obuhvata tri vrste socijalnog osiguranja: penzijsko-invalidsko osiguranje, zdravstveno osiguranje, i osiguranje za slučaj nezaposlenosti. Drugo, radi se o raznim oblicima socijalne zaštite svih onih kategorija stanovništva koje, iz raznih razloga, nisu u poziciji da sebi obezbede odgovarajuću egzistenciju.

10. Ostali nepomenuti javni rashodi – obuhvataju brojne vrste javnih rashoda koje poznaje savremena država, ali koji po svom obimu u pojedinim državama i pojedinim periodima ne moraju da budu relativno manje značajni javni rashodi.

Javni rashodi po pravilu predstavljaju zadovoljenje javnih potreba pomoću novca, odnosno javni rashodi su oni izdaci koje država čini u javnom interesu zadovoljenja javnih

potreba. Podela javnih rashoda na redovne i vanredne veoma je stara. Kao kriterijum kod ove podele uzima se vreme u kojem se javni rashodi javljaju. Polazeći od toga,obično se smatra da redovni rashodi imaju sledeće karakteristike: mogu se unapred predvideti, visina im je relativno stabilna, redovno se javljaju. U skladu sa navedenim karakteristikama, po logici stvari se podrazumeva da javni rashodi koji nemaju napred navedene karakteristike spadaju u vanredne javne rashode.

Naime, vanredni javni rashodi se javljaju povremeno, obično kao rezultat nedovoljno predviđenih ili nepredvidivih uzroka. Ponekad, neki uzroci za alociranje javnih rashoda se mogu predvideti, ali kada se to predviđanje ne izvrši u dovoljnoj meri onda nastaje potreba za pronalaženjem dodatnih izvora podmirenja ovim putem nastalih potreba, odnosno vanrednih javnih rashoda. Vanredni javni rashodi nastaju i kao posledica apsolutno nepredvidivih događaja, a koji se nikakvim sredstvima nisu mogli predvideti, na primer slučajevi više sile:zemljotresi, požari, epidemije i slično.

Vanredni rashodi se mogu odnositi na ratna stanja i vojne rashode i oni predstavljaju faktore porasta javnih rashoda koje savremena teorija javnih finansija stavlja na prvo mesto, imajući uvidu njihov značaj u okviru ove grupe faktora rasta javnih rashoda.

3.2. Budžetski deficit i javni dug

Proučavanje veze između budžetskog deficita i javnog duga i bilo koje druge makroekonomske veličine zasniva se na saznanjima klasične teorije i izvodi se pomoću osnovnih makroekonomskih identiteta. Odatle postoji osnovna tvrdnja da su svi efekti deficita inicirani iz jednog početnog impulsa a to je smanjenje nacionalne štednje.

Pošto je nacionalna štednja zbir privatne i javne štednje (ili “često u upotrebi“ neutrošeni prihod od poreza), kada nastane deficit javna štednja je negativna, odnosno ukupna nacionalna štednja manja je od privatne štednje. Ako deficit nastane zbog pada poreskih prihoda, sasvim izvesno povećaće se privatna štednja, ali u manjoj meri jer će pojedinci jedan deo naraslog dohotka potrošiti. Linija odvijanja procesa sledi logiku:

Pad javne štednje deluje u pravcu smanjenja ukupne domaće štednje ali taj pad je manji od smanjenja javne štednje. Visok udeo javnog duga u bruto društvenom proizvodu (BDP-u) može izazvati efekat istiskivanja privatnih investicija.

Zaduživanje države povećava ukupnu tražnju za kreditima. Logična posledica povećane tražnje za novcem je rast kamatne stope na tržištu kapitala, porast kamatne stope negativno deluje na privrednu aktivnost, (umanjujući sklonost za aktivnostima koje su osetljive na promene kamatne stope, na primer: investicije, neto izvoz). U slučaju datog maksimalnog učešća ukupnog duga u BDP-u (privatnog i javnog), tada sa porastom učešća javnog duga dolazi do pada učešća privatnog duga. Javni sektor može da istisne privatni sektor na tržištu kredita, kao pouzdaniji i jači partner koji može da koristi različite oblike finansijske represije, odnosno implicitne poreze na finansijska sredstva. Investitori mogu odustati od investicija, naročito onih dugoročnih, ukoliko očekivanja viših poreza radi pokrića rastućeg duga stvaraju neizvesnost u pogledu budućih makroekonomskih uslova.

Smanjenje investicija uzrokuje usporavanje porasta količine kapitala u privredi. Količina kapitala u velikoj meri određuje proizvodni kapacitet zemlje, a time i output privrede u dugom roku. Smanjenje investicija može nepovoljno uticati i na odluke o zapošljavanju, što takođe može da deluje nepovoljno na privredni rast u dugom roku.

Akumulirani deficit, odnosno javni dug, može uzrokovati i «istiskivanje» neto izvoza. Do smanjenja neto izvoza dolazi zbog apresijacije domaće valute. Porast kamatnih stopa, stimulatивно deluje na strane investicije. Stranim će investitorima stoga porasti tražnja za domaćom valutom.

U slučaju fleksibilnog deviznog kursa, porast tražnje za domaćom valutom usloviće porast vrednosti domaće valute, a time i trgovinski deficit. Isplata javnog duga podrazumeva plaćanje kamata poveriocima, što znači da rastu izdaci države za plaćanje kamata. Ta činjenica umanjuje šanse za privredni rast. Rast izdataka za kamate, uvećava javni dug države, tako da ona mora da poveća zaduživanje u cilju finansiranja tog duga, što opet utiče na povećanje kamatnih stopa, itd. Finansiranje otplate duga novim zaduživanjem može dovesti i do eksplozije duga i krize solventnosti države.

Ako se javni dug finansira smanjenjem ostalih rashoda, država će pri smanjenju rashoda prvo umanjiti kapitalne rashode koji u strukturi javnih rashoda imaju najizraženije

pozitivno delovanje na privredni rast. Da bi se prikupila sredstva za plaćanje kamata moraju se nametnuti porezi. Porezi logično umanjuju raspoloživi dohodak i destimulativno deluju na privredni rast.¹⁴

U slučaju da se država zadužuje u inostranstvu, mogući problemi nastaju u bilansu plaćanja. U suštini, dug se vraća ostvarivanjem suficita trgovinske razmene (osim ako se nastavlja dalje zaduživanje u inostranstvu). Budući da taj višak u razmeni može nastati samo u privatnom sektoru, državi će biti potrebni viškovi na domaćim fiskalnim računima, da bi na neinflatoran način mogla kupovati stranu valutu od privatnog sektora. Za to je državi, opet, potrebno više poreza, što uslovljava nastanak novih poreskih distorzija. Problem je još veći ako ni privatni sektor nema dovoljno strane valute, odnosno ako je i on zadužen.

Visok i rastući javni dug uvek sa sobom donosi potencijalnu ili stvarnu finansijsku nestabilnost. Uzroci finansijske nestabilnosti mogu biti stvarni pritisci na monetarnu politiku (porast novčane mase ili porast kamatne stope), kao i promena psihološkog odnosa privrednih subjekata prema tržištima novca i kapitala.

¹⁴ Cvetanović, S. *Makroekonomija*, Niš, 2007. str. 210

4. DRŽAVNE OBVEZNICE

Prapočetke hartija od vrednosti možemo naći još u Vavilonu (VII vek pre nove ere). Razvojem robno-novčane privrede i hartije od vrednosti postaju predmet trgovine na posebnom tržištu. Hartije od vrednosti su pisane isprave o određenom imovinskom pravu koje je moguće ostvariti na osnovu vlasništva nad istim. Možemo ih klasifikovati prema različitim kriterijumima: a) po ročnosti na kratkoročne i dugoročne, b) prema pravu koje nose na dužničke i vlasničke i dr. Dugoročne hartije od vrednosti su akcije i dugoročne obveznice, dok su kratkoročne hartije od vrednosti uglavnom instrumenti duga. Obveznice su dužničke hartije od vrednosti kojima se dužnik (zajmoprimac) obavezuje da će vratiti zajmodavcu (investitoru) pozajmljeni novac i platiti kamatu za određeni vremenski period.

„Stvaranje javnog duga sprovodi se kroz emisiju obveznica koje država uručuje nosiocima dohodaka, odnosno svojim poveriocima koji su spremni da joj stave na raspolaganje svoj dohodak“¹⁵. Razlikujemo, kako navode pomenuti autori, dva osnovna sistema emisije zajma, odnosno duga, i to direktni i indirektni. Direktnu emisiju javnog duga srećemo u razvijenim privredama sa stabilnim finansijskim tržištem i razvijenom štednjom. U cilju izbegavanja troškova zajma obveznice se neposredno uručuju upisnicima zajma i tu su unapred utvrđena sva pravila koja se odnose na kamatu, otplatu, poreske olakšice i druge pogodnosti za upisnike zajma. Indirektna emisija ili „negacija se svodi na to da se dug (zajam) ustupi po unapred utvrđenoj ceni bakama ili bankarskim konzorcijumima. Banke isplaćuju zajam odmah, a kasnije formiraju sredstva preprodajom obveznica. Ovom načinu prikupljanja sredstava u budžet putem zajma država pribegava u situacijama kada nije sigurna da će emisija zajma uspeti“.¹⁶

Obveznice kao hartije od vrednosti nastale su zahvaljujući, u prvom redu, nedostatku trajnih izvora sredstava kod privrednih subjekata i nemogućnosti da se isti pozajme iz jednog izvora sredstava. U literaturi se često ne prave velike razlike između obveznice i akcije. Između obveznice i akcije postoji razlika u činjenici da se emisijom obveznica utvrđuje

¹⁵ Stakić B., i Barać S., *Javne finansije*, Univerzitet Singidunum, Čigura print, Beograd, 2008.g. str.193

¹⁶ Isto, str. 194.

vremenski rok dospeća plaćanja. Takođe vlasnik obveznice ima prioriteto pravo da učestvuje u poslovnom dobitku i to u visini ugovorene kamate kao i prioriteto pravo da učestvuje u likvidacionoj masi i to u visini svojih potraživanja. Za vlasnike obveznica je karakteristično da nemaju direktno pravo učešća u odlučivanju u slučajevima kada su u pitanju temeljne odluke u vezi poslovanja. U vremenskom roku trajanja kredita, držalac obveznice ima pravo na uvećanu sumu kredita za iznos kamate koja najčešće predstavlja procenat od nominovane vrednosti obveznica. Osigurane obveznice, garantuju svome vlasniku da će u slučaju stečaja emitenata obveznica, namiriti svoja potraživanja. Isplata po obveznicama koje su osigurane vrši se putem nepokretne i pokretne imovine.

Obveznice kao hartije od vrednosti se mogu klasifikovati po više osnova: prema osiguranju potraživanja, načinu učestvovanja u dobitku, prema vremenu otkupa, prema vremenu trajanja kreditnog odnosa, prema tome ko se javlja kao emitent obveznica.

Na finansijskim tržištima postoji široka lepeza dužničkih hartija od vrednosti. U zavisnosti od emitenta mogu se podeliti na: obveznice državnog trezora, organa uprave i korporacijske obveznice. Obveznice državnog trezora su najsigurnije hartije od vrednosti. Vlada svake države garantuje da će investitorima blagovremeno biti izmirivane obaveze. Stoga, ove hartije od vrednosti nose mali prinos s obzirom na nizak rizik koji je sadržan u njima. Obveznice organa uprave emituju državni, regionalni i lokalni organi radi prikupljanja sredstava za finansiranje raznovrsnih projekata od javnog interesa. Ovaj tip obveznica je obično izuzet od poreza kako bi bio što privlačniji investitorima. Ukoliko deo prihoda koji se dobije stavljanjem realizovanih projekata u funkciju služi za isplatu duga, ove obveznice se nazivaju prihodovne. Obveznice sa generalnom obavezom, pak, emituju upravni organi koji imaju ovlašćenja za naplatu poreza i tako generišu prihod za izmirenje duga.

Iako se pod pojmom obveznica javnog sektora najčešće podrazumevaju državne obveznice koje izdaje ministarstvo finansija, u širem smislu treba im dodati i dugoročne finansijske instrumente lokalnih jedinica uprave i samouprave (tzv. municipalne obveznice), kao i obveznice različitih državnih agencija ili fondova.

U većini zemalja država je najveći pojedinačni zajmodavac sredstava i dužnik sa najvećim kredibilitetom. Visok nivo zaduživanja države najčešće se objašnjava nužnošću finansiranja naglih i velikih izdataka (npr. rat, velike elementarne nepogode i sl.), stalnim

rastom javnog sektora u mnogim nacionalnim privredama, neuravnoteženim državnim prihodima i rashodima na godišnjem nivou, ali i potrebom upravljanja privrednom aktivnošću ili jednostavno procenom o većoj prihvatljivosti zaduživanja u poređenju sa oporezivanjem.

U zemljama s razvijenim finansijskim tržištem, tržište obveznica je jedan od važnijih mehanizama na raspolaganju državi u upravljanju privredom. Ako npr. vlada želi stimulisati privrednu aktivnost, ona otkupljuje svoje obveznice, što im podiže cenu i smanjuje prinos. To utiče i na cenu korporativnih obveznica, te uopšteno smanjuje nivo kamatnih stopa. Istovremeno to znači i dodatni priliv finansijskih sredstava u budžet što rezultira porastom novčane ponude. Ako pak država želi zauzdati privrednu aktivnost, može prodavati obveznice - povećati kamatne stope i smanjiti ponudu novca. Državni dug je u određenoj meri sličan dugu preduzeća. Međutim, za razliku od preduzeća, država obično ne smanjuje svoj dug u apsolutnom iznosu, već preferira refinansiranje starih dugova novim zaduživanjem, oslanjajući se na rast nacionalne privrede i održavanje duga u odnosu prema BDP-u.

Dužnički instrumenti države su po pravilu izuzetno homogeni u svom obliku i raspoloživi u takvim količinama da je tržište izrazito likvidno - postoji veliki obim trgovine, koji investitoru omogućuje kupovinu i prodaju velikih pozicija bez prekomernih transakcijskih troškova. Osim toga, budući da se država smatra dužnikom s najmanjim rizikom, prirodno je da se sve ostale obveznice (u određenoj valuti) upoređuju s odgovarajućim državnim obveznicama. To se odnosi i na domaće obveznice, ali i za strane obveznice i euro-obveznice.

Obveznica je instrument kojim se emitent dužnik (zajmoprimac) obavezuje da će vratiti zajmodavcu (investitoru) pozajmljeni novac i platiti kamatu za određeni vremenski period. Dakle obveznica je instrument duga. Obveznica se formalno sastoji od plašta i kamatnih kupona. Plašt sadrži ključne podatke o obveznici. Na njemu je upisana oznaka da je hartija obveznica i o kojoj se vrsti obveznice radi. Takođe, tu se nalaze podaci o emitentu, kupcu ili oznaka da je obveznica na donosioca.

Na plaštu se navodi nominalna vrednost obveznice. Kamatna stopa, koja se dobija na obveznicu, obavezno je naznačena na plaštu. Datum i mesto isplate kamata se takođe nalazi na plaštu. U zemljama kod kojih je razvijeno tržište obveznica, kamata se naplaćuje dva puta godišnje (15.6 i 15.12.), iako se, naravno, može isplaćivati i jedanput godišnje, ili jednom o

roku dospeća. Ove obveznice imaju pored plašta i kamatne kupone. Kada treba da se isplati kamata imaocu obveznica, kuponi se podnose emitentu. Kamatni kupon sadrži bitne informacije za isplatu kamate: oznaku serije i broj kupona, visinu kamate, datum dospeća, često i način plaćanja kamate i faksimil potpisa ovlašćenog lica i pečat emitenta. Emitent ne mora da štampa obveznice u navedenoj formi, već se može izdati tzv. dematerijalizovana obveznica koja sadrži sve elemente kao i plašt obveznica.

Kada govorimo o vrstama obveznica treba naglasiti da je uobičajeni pristup klasifikaciji prema tipu emitenta. Prema ovom kriterijumu moguća je sledeća podela dugoročnih obveznica:

- Državne obveznice su najstarije vrste obveznica. Danas je ova vrsta široko rasprostranjena. Kao što sama reč kaže njih emituju države. Samim tim prinos na njih je manji, ali one spadaju u bezrizične hartije od vrednosti, pošto država svojim budžetom garantuje isplatu glavnice i kamate.

- Municipalne obveznice (obveznice lokalnih organa vlasti) su sledeća značajna vrsta obveznica. I one se emituju na podlozi poreske snage izdavaoca. Emituju se u cilju finansiranja pojedinih projekata, iz čijih prihoda se otplaćuju.

- Korporativne obveznice (obveznice preduzeća) su poslednje nastale i zavisno o vrste preduzeća, uobičajeno se klasifikuju na obveznice javnih preduzeća, transportnih i industrijskih preduzeća, obveznice banaka i td.

Drugi mogući kriterijum klasifikacije je metod otplate. Prema njemu imamo kamatne, diskontne i dohodovne.

Treći mogući kriterijum je prema načinu obezbeđivanja otplate. Po ovom kriterijumu dele se na hipotekarne (kod kojih emitent zalaže imovinu kao kolateral pri isplati), obične, neosigurane (gde je garancija opšta kreditna sposobnost emitenta) i garantovane (gde je isplata garantovana od strane nekog drugog subjekta, najčešće banke).

Četvrta moguća i često korišćena klasifikacija je na kratkoročne obveznice, čiji je rok dospeća do jedne godine, i dugoročne obveznice, koje imaju rok dospeća preko jedne godine. U ovu grupu se mogu naći i perpetualne obveznice (koje nemaju rok dospeća, važe neograničeno i mogu se prenositi u nasleđe i donose vlasniku stalni godišnji prihod).

Najčešće vrste obveznica su:

Obveznice na ime imaju na plaštu naznačeno ime poverioca odnosno vlasnika. Kamata se prisvaja tako što se podnosi kamatni kupon emitentu, a glavnica se isplaćuje tako što se podnosi plašt.

Obveznice na donosioca su na odgovarajući način označene. Prenosi se prostom predajom. Ako se obveznica na donosioca izgubi, nova se ne izdaje.

Devizne obveznice su obveznice denominirane u inostranoj konvertibilnoj valuti. Tradicionalne norme su nalagale da se ove obveznice mogu primarno prodavati samo na stranom tržištu. Tako je nastala velika grupa euro obveznica.

Garantovane obveznice su obveznice koje služe radi obezbeđenja sredstava za finansiranje potreba od javnog interesa, i za koje garantuje država. Mogući emitenti garantovanih obveznica su: federalna država, republika, pokrajine, opštine, gradovi.

Hipotekarna obveznica je založnica obezbeđena hipotekom. Ove obveznice emituju banke radi refinansiranja hipotekarnih kredita. Dakle, preduzeća ne mogu sama da emituju hipotekarne založnice.

Jednokratna obveznica je obveznica kod koje se glavnica isplaćuje u celini u roku dospeća, zajedno sa pripadajućom kamatom. Ako se pak glavnica otplaćuje periodično tada se označava kao anuitetna obveznica.

Participativne obveznice daju pravo imaocima, pored fiksne kamate, da učestvuju u podeli neto dobiti preduzeća. Upravo zbog učešća investitora u dobiti preduzeća ove obveznice nude veću potencijalnu dobit, i stoga su one veoma atraktivne. Participativnim obveznicama se najčešće kompenzira veliki kreditni rizik emitenta. Ova vrsta obveznica pogodna je za mlade, novoosnovane firme koje imaju visoku efikasnost, ali i visok rizik.

Zamenljive ili konvertibilne obveznice daju pravo investitorima da ih zamene za određeni broj običnih akcija. Koeficijent zamene je ključni indikator kod ove vrste obveznica i pokazuje koliko se dobija akcija za jednu obveznicu. Mogućnost ostvarivanja kapitalne dobiti po osnovu rasta cena akcija je glavni motiv investitora da ulažu u ove obveznice.

Opozive (otkupljive) obveznice daju pravo emitentu da ih pre roka dospeća, otkupi po unapred utvrđenoj ceni. Investitor u ovom slučaju gubi potencijalnu kapitalnu dobit, koja

regularno nastaje sa rastom cene obveznice na berzi. Neopozive (otkupljive) obveznice su obveznice koje emitentu ne daju pravo otkupa obveznice.

Period preklapanja obveznica predstavlja vreme prodaje novih obveznica i vreme povlačenja starih obveznica. Podešavanje pozicije obveznica na finansijskom tržištu predstavlja zauzimanje pozicije putem futurus ugovora, koja je suprotna poziciji na spot tržištu. Korporativno preduzeće podešava poziciju na finansijskom tržištu kako bi smanjilo izloženost svojih obveznica riziku koji je izazvan nepredviđenim promenama cena. Podešavanje pozicije na tržištu može biti dugačko i kratko. Karakteristično je da isti subjekt vrši podešavanje i duge (kupovne), i kratke (prodajne) pozicije. Dugo podešavanje pozicija predstavlja kupovinu futurus (terminskih) ugovora.. Korporativno preduzeće sklapa terminski ugovor pre nego što izvrši stvarnu kupovinu obveznica, jer procenjuje da je postignuta najveća kamata koja se može dobiti pri kupovini obveznica. Dakle, procene su kupca obveznice da je najbolje uložio višak slobodnih novčanih sredstava, jer dotična obveznica nosi najveću moguću kamatu. Dugačka pozicija će kupcu doneti značajan prihod po osnovu visoke kamate. "Kratko" podešavanje pozicije na tržištu predstavlja suprotnu transakciju od prethodno opisanog podešavanja pozicije, jer je u pitanju prodaja futures ugovora. Prodaja ugovora se vrši promptno, kako se ne bi isto vršilo u momentu porasta kamatnih stopa pri prodaji obveznica. Sadašnje niže kamatne stope manje će finansijski opteretiti prodavca nego što bi bilo njegovo opterećenje od viših kamatnih stopa. Prodaja futures ugovora se koristi kao zamena za promptnu prodaju obveznica, jer se iste nalaze u portfelju prodavca obveznica. Investitor kao kupac kod "dugačke" pozicije, teži da kupi obveznicu sa visokom kamatom, a istovremeno traži da kao prodavac kod "kratke" pozicije izvrši njenu prodaju po nižoj kamati.¹⁷

Kada govorimo o obveznicama neophodno je spomenuti i finansijske instrumente za tzv. njihovo priznavanje i odmeravanje. U tu svrhu uspostavljeni su i međunarodni standardi kojim se to reguliše. „Cilj računovodstvenih standarda je ostvaren ako finansijski izveštaji daju istinitu i objektivnu tzv. fer informaciju o nekom ekonomskom subjektu. Primena računovodstvenih standarda omogućava bolju, lakšu i pouzdaniju informaciju o finansijskom

¹⁷ Vunjak, N. *Finansijski menadžment*, Ekonomski fakultet, Indok centar, 2011.g., str. 312-325

položaju nekog ekonomskog subjekta kao i prikaz njegove zarađivačke sposobnosti, za šta su zainteresovani potencijalni korisnici finansijskih informacija kao što su: akcionari, menadžment, zaposleni, investitori, banke kreditori i drugi. Pre nego što se finansijski izveštaji obelodane široj javnosti oni podležu preispitivanju od strane nezavisnih ovlašćenih stručnjaka kao što su revizori. Njihovo mišljenje na finansijske izveštaje računovođe nekog ekonomskog subjekta je merodavno u smislu toga da li su ovi finansijski izveštaji istiniti i objektivni ili nisu.

Suština je u tome da se dobije pouzdana potvrda o doslednoj primeni računovodstvenih standarda u svim segmentima koji su obuhvaćeni finansijskim izveštajima. Finansijski izveštaji prikazuju takođe, koliko je rukovodstvo dobro upravljalo resursima koje su mu akcionari poverili na upravljanje. Finansijski izveštaji obuhvataju i opis primenjenih računovodstvenih politika koje treba da su konzistentne da bi podaci bili uporedivi. Za pravilnost i tačnost prezentiranja finansijskih izveštaja primarna odgovornost leži na rukovodstvu preduzeća. Za finansijsko izveštavanje postoji konceptualni okvir koji treba da prate računovodstveni standardi kao opšte prihvaćeni teorijski principi u oblasti računovodstva. Konceptualni okvir koji je računovodstvena profesija razvila u različitim zemljama polazi od toga da finansijski izveštaji treba da budu korisni onima kojima su namenjeni. Računovodstveno informisanje na bazi MRS dobija svoj potpuni uticaj i značaj otvaranjem privreda u celom svetu i globalizacijom tržišta svih vrsta. Samim tim državni monopol u ovoj oblasti gubi svoj značaj, a sa njim i nacionalni standardi koje one propisuju za primenu na svojoj teritoriji, a koji mogu da se razlikuju od prihvaćenih međunarodnih računovodstvenih standarda¹⁸.

U tom smislu treba pomenuti Međunarodni računovodstveni standard 39 čiji je cilj uspostavljanje principa za priznavanje i odmeravanje finansijskih sredstava.

Suština standarda je u fer izveštavanju o promenama fer vrednosti. U tom smislu posebno se naglašava eliminacija nedoslednosti u vremenu priznavanja dobitaka i gubitaka koji bi inače bili rezultat odmeravanja po amortizovanoj vrednosti i priznavanja dobitaka ili

¹⁸sr.wikipedia.org/sr/Međunarodni_računovodstveni_standardi, posećeno 06.06.2012.

gubitaka svakog puta kada se obveznica otkupi. Cilj je da se naznačavanjem eliminiše ili značajno smanje nedoslednosti u odmeravanju ili priznavanju koja bi se inače javila¹⁹.

Dakle, u skladu sa ovim standardom, „sredstva se vrednuju po fer vrednosti, na način da se svaka promena fer vrednosti priznaje kao dobitak ili gubitak u bilansu uspeha u periodu kada je taj dobitak ili gubitak nastao, nezavisno od činjenice da instrument još uvek nije prodat“²⁰. Finansijski instrument se definiše (MRS 39, par.8) kao “bilo koji ugovor koji prouzrokuje nastanak finansijskog sredstva jednog preduzeća i finansijske obaveze ili instrumenta akcijskog kapitala drugog preduzeća”²¹.

Prema Međunarodnom standardu 39 (MRS 39, par. 96), izdefinisane su određene situacije u kojima fer vrednost može biti objektivno izmerena. To su sledeće situacije: „za finansijski instrument postoji berzanska kotacija, za finansijski instrument postoji ocena nezavisne agencije za procenu i finansijski instrument ima odgovarajući model vrednovanja (fjučersi, opcije i sl.). Ulaganja u finansijske instrumente zadržane do dospeća (obveznice) mere se primenom koncepta sadašnje vrednosti budućih novčanih tokova koji će priticati u to preduzeće primenom efektivne kamatne stope u momentu kupovine obveznica. Dugoročna ulaganja u akcije se klasifikuju kao: ulaganja kojima se postiže do 20% aktivne glasačke moći, ulaganja kojima se ostvaruje učešće od 20-50% i ulaganja kojima se ostvaruje učešće preko 50% glasačke moći. Ako je ulaganje u akcije klasifikovano kao ulaganje do 20%, ono se vrednuje primenom tržišnog pravila, odnosno na svaki obračunski dan izračunava se njegova fer vrednost. Fer vrednost se određuje kao tržišna cena akcija postignuta na dan obračuna na berzi“.²²

¹⁹<http://mfpl.gov.rs/UserFiles/File/MRS/Međunarodni%20racunovodstveni%20standard%2039%20-%20Finansijski%20instrumenti%20-%20priznavanje%20i%20odmeravanje.pdf>, posećeno 21.06.2012.

²⁰ Knežević G., *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008.g., str. 66

²¹ Isto, str. 87

²² Isto, str. 92

4.1. Rizici investiranja u obveznice

Kao što sve investicije nude balans između ulaganja i povratka uloženog uvećanog potencijalnim dobitkom tako sve one investicije nose i određene rizike u smislu verovatnoće da se mogu izgubiti ili sva uložena sredstva ili njihov deo²³. Smatra se da su obveznice, u odnosu na druge vrste hartija od vrednosti, manje rizične, jer one, za razliku od na primer akcija, ne daju pravo na učestvovanje u vlasništvu preduzeća i dobiti, ali daju pravo na povrat uložene glavnice uvećane za ugovorenu kamatu u ugovorenom roku²⁴.

Dakle, ukoliko se zna da investicione odluke zavise od odnosa prinosa i rizika, investitori ne mogu očekivati veći prinos ako nisu spremni da preuzmu i veći rizik. Svaki investitor u obveznice se suočava sa rizikom da njegovo ulaganje neće dati očekivani zadovoljavajući rezultat, prinos. Upravo ta verovatnoća da se ne ostvari zadovoljavajući rezultat jeste rizik investiranja u obveznice.

„Dinar danas, vredi više nego dinar sutra, opšte je poznata tvrdnja koja, ako zanemarimo inflaciju, ukazuje da se u poslovnom svetu davno ustalila praksa ulaganja slobodnih novčanih sredstava kako bi se kroz određeni period ostvario što veći prinos na plasirana sredstva. Svaki investitor se mnogo puta suočio sa dilemom da li rizikovati i imati šansu ostvariti visok prinos, ali isto tako možda podneti i veliki gubitak; ili pak ići na sigurno i uz nizak nivo rizika ostvariti skromnije prinose. Ulaganje novca u banku je svakako izrazito sigurna alternativa, ali malo koji investitor će biti spreman da se odrekne znatno višeg prinosa koji može ostvariti ulaganjem u obveznice, ili pak rizičnije hartije od vrednosti, poput akcija“²⁵.

Rizici investiranja u obveznice, kako navodi investicioni savetnik Fabozzi²⁶ su: rizik promene kamatnih stopa, rizik promene krive prinosa, rizik opoziva i rane otplate, rizik

²³<http://www.investinginbonds.com/learnmore.asp?catid=3&id=383>, posećeno 08.06.2013.g.

²⁴<http://www.psinvest.rs/sr/obaveznice>, posećeno 08.06.2013.g.

²⁵ <http://ipf.rs/finansijaska-analiza/rizici-ulaganja-u-obveznice/>

²⁶ Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije - investicioni savetnik Fabozzi, *Rizici investiranja u obveznice* poglavlje II, dostupno na sajtu: http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_remository&Itemid=47&func=startdown&id=1151

reinvestiranja, kreditni rizik, rizik nelikvidnosti, valutni rizik, rizik inflacije ili rizik kupovne moći, rizik volatilnosti, rizik vanrednih događaja, rizik suverenog duga.

U daljem radu biće predstavljeni pojedini rizici investiranja u obveznice koje najčešće srećemo u praksi. U pitanju su kreditni rizik, kamatni rizik, rizik krive prinosa, rizik likvidnosti, rizik reinvestiranja, rizik opoziva, rizik inflacije i valutni rizik (rizik promene deviznog kursa).

4.1.1. Kreditni rizik

Pod kreditnim rizikom se podrazumeva verovatnoća da emitent neće biti u stanju da izmiri svoje obaveze u roku dospeća. U zavisnosti od toga koji je uzrok neizmirenja obaveza pravi se razlika između tri tipa kreditnog rizika, i to:

- rizik naplativosti (default risk) koji predstavlja rizik koji postoji u trenutku kupovine obveznice, a određen je kreditnim rejtingom emitenta.

- rizik kreditne premije - je rizik da će doći do promena u kreditnom spreadu ili premiji, što pogoršava performanse izdavaoca.

- rizik kreditnog rejtinga je pogoršanje odnosno smanjenje rejtinga tokom vremena posedovanja obveznice.

Kratkoročna državna obveznica se može smatrati, u zavisnosti od toga čija je, i bezrizičnom. Ona može biti denominovana u domaćoj valuti budući da se vraćanje duga garantuje fiskalnim suverenitetom, naravno ukoliko postoji politička volja. Ono što se sa sigurnošću može zapaziti jeste da ovaj rizik opterećuje svaku obveznicu ponaosob u zavisnosti od rejtinga njenog emitenta. Jednom izdata obveznica se prati tokom čitavog veka njenog postojanja i posmatraju se promene kod emitenta. Ako se desi nova emisija od strane istog subjekta pogoršava se kreditni rejting prethodno izdatih instrumenata, a novo-emitovani su na startu slabije ocenjeni. Svako poboljšanje performansi emitenta biće adekvatno praćeno rastom rejtinga i dobijanjem boljih ocena, a to znači da se jednom dobijen status može menjati.

Prema standardnoj klasifikaciji sve obveznice se dele na investicione, spekulativne i visoko rizične. Emitenti investicionih obveznica imaju visoku kreditnu sposobnost, pa su stoga one poželjan investicioni materijal za sve one institucije koje imaju zakonsku obavezu da ulažu u visoko rejtingovane hartije. Spekulativne obveznice nose određeni rizik da neće biti naplaćena bilo glavnica bilo kamata. One su namenjene spekulativnim investitorima. Kod

visoko rizičnih (junk) obveznica gotovo je izvesno da neće biti isplate po osnovu posedovanja, te da bi privukle investitore moraju da nose visoke stope prinosa.

Prilikom ocene kreditnog rejtinga koriste se različiti podaci, ali najčešće procena sigurnosti počiva na pet grupa racio brojeva: racia pokrića, leveridža, likvidnosti, profitabilnosti i odnos cash – flow-a i duga. Dakle, kreditni rejting je indikator verovatnoće bankrota za datu seriju obveznica ili za emitenta.

Posebnu ulogu u upravljanju kreditnim rizikom imaju rejting agencije, koje se bave permanentnim utvrđivanjem kvaliteta pojedinih obveznica i njihovim specifičnim obeležavanjem. Najpoznatije rejting agencije su: Moody's Investment Services²⁷ *Standard and Poor's*²⁸, *Fič Investors Service*²⁹. One daju svoje procene kreditnog rejtinga koristeći slova abecede i dele ih u tri velike grupe: Najveći rejting je 'A'. To su najsigurnije obveznice. 'B' obuhvata spekulativnu grupu. 'C' i niže – isključivo spekulativne i nose ozbiljan kreditni rizik.

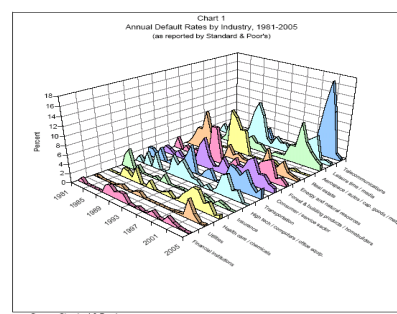
Primer obeležavanja kreditnog rejtinga, kao i matrice prelaska iz jednog u drugi rejting, prikazane su u sledećim tabelama i grafikonima.

Table 1: Default Probabilities Used in S&P CDO Rating Criteria
(percent)

	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-
Three-Year										
ABS	0.008	0.014	0.042	0.053	0.061	0.088	0.118	0.340	0.488	0.881
Corporate	0.016	0.027	0.085	0.102	0.138	0.172	0.262	0.701	1.162	2.899
CDO	0.030	0.050	0.135	0.166	0.212	0.263	0.396	0.850	1.405	3.415
Five-Year										
ABS	0.043	0.066	0.144	0.185	0.216	0.269	0.389	0.745	1.255	1.890
Corporate	0.061	0.098	0.219	0.276	0.371	0.459	0.686	1.391	2.323	5.179
CDO	0.118	0.182	0.356	0.452	0.578	0.709	1.020	1.704	2.812	6.046
Seven-Year										
ABS	0.116	0.168	0.315	0.407	0.468	0.576	0.798	1.357	2.203	3.000
Corporate	0.144	0.224	0.420	0.543	0.719	0.887	1.287	2.261	3.672	7.434
CDO	0.285	0.420	0.701	0.897	1.128	1.368	1.883	2.792	4.443	8.635

Note: Within each time horizon, cells with similar values are shaded in the same color. This table is best viewed or printed in color. For a graphical presentation of the data, which does not require color, see Chart 2 on page 8.

Source: Standard & Poor's CDO Evaluator ver. 3.2



Five-Year Ratings Transition Matrix
Exhibit 2

original rating	probability of rating after five years (percent)							
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	Default
AAA	72.39	21.69	4.74	0.86	0.20	0.08	0.01	0.02
AA	2.49	66.45	25.05	4.45	0.75	0.51	0.09	0.18
A	0.39	8.19	68.22	18.05	3.19	1.32	0.18	0.50
BBB	0.16	1.72	16.80	60.61	13.16	4.68	0.79	2.08
BB	0.13	0.53	3.81	19.50	44.77	19.84	3.09	8.34
B	0.06	0.42	1.62	4.15	15.18	46.97	6.54	25.15
CCC	0.34	0.20	1.21	3.05	6.33	18.10	12.36	58.51
Default	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00

Five-year ratings migration probabilities obtained by multiplying the matrix of Exhibit 1 by itself five times.

²⁷Više: www.moody.com

²⁸Više: www.standardandpoors.com

²⁹Više: www.fitchratings.com

3.1.2. Kamatni rizik

Kamatni rizik je verovatnoća promene tržišne kamatne stope koja determiniše cenu obveznica u sekundarnom prometu³⁰. Ovom riziku nisu izloženi svi investitori, već samo oni koji obveznice prodaju pre roka dospeća. Ukoliko su se tržišne kamatne stope kolebale tokom roka dospeća, postoji verovatnoća njihovog eventualnog rasta usled čega je došlo do pada cena, pa ako vlasnik odluči da proda aktivu u svom posedu, neminovno trpi kapitalni gubitak. Sa druge strane, oni ulagači koji drže obveznicu u portfelju do roka dospeća, nisu izloženi ovom riziku i oni će naplatiti nominalnu vrednost na koju ne deluje promena tržišnih uslova.

Izloženost kamatnom riziku nije ista kod svih obveznica. U skladu sa različitim osnovnim karakteristikama razlikuje se i njihova osetljivost na promene uslova na tržištu.

Postoje pet pravila u vrednovanju obveznica, i to³¹:

- Cene i prinosi obveznica su obrnuto povezani: kada prinos raste cena pada, i obrnuto - ako prinos opada cena raste.
- Rast prinosa izaziva manji pad cene obveznice nego što je njen rast kada prinos opadne za isti procenat.
- Dugoročne obveznice su osetljivije na promene kamatne stope od kratkoročnih.
- Kamatni rizik je usporeno rastuća funkcija dospeća obveznice tj. sa rastom dospeća ovaj rizik se povećava, da bi svaki naredni put ta promena bila manja.
- Rizik kamatne stope je obrnuto povezan sa veličinom kupona: obveznice: sa većim kuponom imaju relativno manju osetljivost u odnosu na obveznice čiji je kupon manji.

Ova pravila su u finansijsku literaturu ušla 1962. godine, da bi im deset godina kasnije Homer i Liebowitz pridružili još jedno:

- kamatni rizik je izraženiji kod obveznica koje se inicijalno prodaju po nižem prinosu do dospeća³

³⁰Šoškić B D., i Živković, R. B. **Finansijska tržišta i institucije**, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2006. , str. 239.

³¹Bodi, Z., Kane, A., Marcus, J.A., *Essentials of Investments*, Irwin McGraw-Hill, 1998, str. 297.

Kamatni rizik se može predstaviti kao funkcija tri elementa: kupona, roka dospeća i početnog prinosa po kom se obveznica prodaje. Ključni element u osetljivosti cene na kamatne stope je dospeće. Međutim, davno je uočeno da prost rok dospeća, kako se definiše u samom ugovoru – broj godina u okviru koga će se vršiti amortizacija duga po osnovu obveznice i po čijem isteku bi trebalo da sve obaveze budu izmirene, nije adekvatna mera kod ocene osetljivosti cene. Zato je uvedena mera trajanje koja podrazumeva prosečno vreme dospeća, jer ceo dug nije naplaćen u istom trenutku.

4.1.3. Rizik krive prinosa

Cena obveznica je izložena i uticaju rizika promene oblika krive prinosa. Mnogi modeli za upravljanje portfoliom koji se koriste u praksi polaze od pretpostavke da se kamatne stope menjaju za isti iznos za sve rokove dospeća, što bi značilo da se kriva prinosa pomera samo paralelno, bilo na niže ili na više. U takvim okolnostima trajanje portfolia neće biti promenjeno. Međutim, praksa gotovo da ne poznaje ovakvo ponašanje krive prinosa. Obično se dešava da se obveznice sa dospećem do određene godine suočavaju sa opadajućim prinosisima, a one čije je dospeće duže od određene godine imaju rastuće prinose i obrnuto. Takođe postoje složenije situacije u kojima se uočava više intervala na vremenskoj osi u kada prinosi opadaju, kao i više onih u kojima prinosi rastu. Takve promene utiču i na trajanje portfolia i kada se dese onda je došlo do rizika krive prinosa³².

4.1.4. Rizik likvidnosti

Rizik likvidnosti se definiše kao verovatnoća da obveznica ne može biti prodana po realnoj ceni tj. po onoj ceni po kojoj su novije transakcije obavljene. To znači nemogućnost realizacije obveznice u sekundarnom prometu. Osnovna mera rizika je kupovno – prodajni spread tj. razlika između kupovne i prodajne cene obveznice. Što je ovaj spread veći to je likvidnost manja. Drugi pokazatelj jeste promena spreada pod dejstvom velikih transakcija. Ako neka obveznica ne menja spread i ima mali tzv. „bid – ask“ spread, tada je možemo proglasiti likvidnom.

³²Frank J. Fabozzi „*Fixed-Income Portfolio Strategies*“ iz zbornika radova Frank J. Fabozzi & Harry M. Markovitz, **The Theory & Practice of Investment Management**, John Wiley & Sons, Inc. 2002, str. 616.

Ovaj rizik ima i jednu sličnost sa kamatnim. Naime, ako investitor drži obveznicu do kraja dospeća on nije u grupi onih koje rizik pogađa. Ipak, kao specifične treba izdvojiti slučajeve institucionalnih investitora koji imaju obavezu da vremenom poravnavaju svoj portfolio sa tržištem kako bi računali neto vrednost aktive, što znači vrednovanje celokupne aktive po tekućim cenama koje dolaze sa tržišta. U tom slučaju, njih rizik likvidnosti pogađa trenutno, ali može da donese pogoršanje performansi³³.

4.1.5. Rizik reinvestiranja

Pored dve vrste prinosa koje se ostvaruju ulaganjem u obveznice: (kupon i kapitalni dobitak/gubitak) moguće je ostvariti i prinos od reinvestiranja³⁴, koji je u stvari kamata na kamatu tj. kupon koji vlasnik prisvaja. Naime, pošto je kod obveznice novčani tok kreiran na način da prvi deo dolazi već nakon pola godine ili godinu dana od posedovanja, a poslednji nakon dužeg perioda, nekada i po nekoliko godina, sasvim je jasno da investitor kupone koje naplati u toku dospeća neće držati neuložene. Poenta reinvestiranja je u ulaganju novca na način da se minimalno ostvari prinos po kom je izvršeno inicijalno ulaganje.

Rizik reinvestiranja se ispoljava kao verovatnoća da prinos reinvestiranja neće dostići taj nivo. Jasno je da ovaj rizik ne postoji kada su kamatne stope u toku vremena ostale nepromenjene, ali u praksi to najčešće nije slučaj. Naime, svaki pad kamatnih stopa povećava verovatnoću nastanka ovog rizika, pošto je gotovo izvesno da investitor neće biti u mogućnosti na tržištu da za isti nivo rizika ponovo nađe isti prinos kao inicijalni. Rast kamatnih stopa će dovesti do pada cene obveznice, ali će na drugoj strani usloviti i mogućnost reinvestiranja po većoj stopi što bi trebalo da nadoknadi kapitalni gubitak.

U zavisnosti od toga koji efekat prevlada u oba slučaja (rast ili pad kamatnih stopa) ukupan prinos na ulaganje će biti veći, manji ili jednak inicijalnom.

³³Vasiljević, B., *Rizici u bankarskom poslovanju*, Fokus, Beograd, 1990.

³⁴Šoškić, D.B. i dr Živković, R.B. *Finansijska tržišta i institucije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2006, str. 240.

4.1.6. Rizik opoziva

Rizik opoziva se definiše kao verovatnoća da će emitent otkupiti obveznice pre roka dospeća. Investitor je ulaganjem u ovaj finansijski instrument izložen čitavom spletu negativnih okolnosti: počev od neizvesnosti novčanog toka obveznice, preko rizika reinvestiranja (jer se klauzula realizuje u uslovima opadajućih kamatnih stopa), pa do smanjenja potencijalnog kapitalnog dobitka, jer cena opozive obveznice može da raste samo do nivoa cijene opoziva ili blago iznad nje, dalji rast je besmislen³⁵.

Kod određivanja cene obveznica kao baza uzima se cena obveznice Trezora, a zatim se ili dodaju ili oduzimaju određene premije. Jedna od njih je premija za povlasticu koju investitor daje emitentu, a to je upravo mogućnost opoziva. Kod obveznica sa opozivom emitent ima pravo da u zavisnosti od dogovora otkupi emisiju pre roka dospeća. Korišćenje ove pogodnosti uglavnom zavisi od kretanja kamatnih stopa. Logično je da ako na tržištu kamatne stope porastu, emitent će propustiti izvršenje opcije, pošto će koristiti prednosti povoljnog izvora finansiranja u odnosu na tržišne mogućnosti. Ako se desi da kamatne stope padnu, emitent ima mogućnost da na tržištu nađe povoljniji izvor finansiranja emitujući nove obveznice uz niži kupon, a otkupljuje prevremeno staru emisiju.

4.1.7. Rizik inflacije

Rizik inflacije podrazumeva verovatnoću da će u toku dospeća instrumenata kretanje inflacije odstupati od projektovanog na način koji ugrožava prinos investitora. To znači da u jednom trenutku inflacija počinje da probija granice koje su uzete u obzir prilikom određivanja kuponske stope. U zavisnosti od tempa ubrzanja zavisi i stepen izloženosti riziku. Ako se radi o malim odstupanjima investitor će izgubiti samo kuponski prinos, a ako stopa inflacije prevaziđe kuponsku stopu tada vlasnik trpi i kapitalni gubitak. Ovo je rizik koji pogađa sve tipove obveznica, pri čemu se neke mogu zaštititi, dok je druge ne, što je slučaj sa srednjoročnom i dugoročnom obveznicom koje su visoko izložene ovom riziku.

Kod kratkoročnih obveznica obično se zaštita od dejstva ovog rizika ostvaruje putem metoda indeksacije. Postoje dve varijante ovog metoda i to: indeksacija preko kuponske

³⁵Frank J. Fabozzi „*Fixed-Income Portfolio Strategies*“ iz zbornika radova Frank J. Fabozzi & Harry M. Markovitz, *The Theory & Practice of Investment Management*, John Wiley & Sons, Inc. 2002, str. 616.

stope(prilikom određivanja kuponske stope u nju se ugrađuje promenljiva inflaciona premija, te se promenom stope inflacije menja i kuponska stopa) i upotreba druge valute (koristi se druga valuta koja je neosetljiva na domaću inflaciju za denominaciju glavnice i kupona)³⁶.

4.1.8. Valutni rizik

Valutni rizik odnosno rizik promene deviznog kursa jeste verovatnoća promene vrednosti jedne valute u odnosu na drugu valutu u trenutku primanja novčanog toka. On je prisutan samo ako se investitor odluči da ulaže u instrumente koji su denominovani u valuti različitoj od valute u kojoj je izražen ostatak njegove imovine. Tada će svaka apresijacija valute u kojoj je denominovana obveznica ili depresijacija domaće valute za njega značiti dobitak i obrnuto. Ovako ostvareni dobitci i gubici su samo nominalne vrednosti. Kakav će biti realan ishod zavisi od kretanja inflacije u dve zemlje. Upravo zbog toga se ovaj rizik ponekada smatra podgrupom u okviru rizika inflacije. Kada se meri devizni rizik mora se uvek izvršiti korekcija za efekat inflacije.

Gotovo sve države koje imaju nepredvidivu inflaciju ili nestabilnu valutu često izdaju obveznice denominirane u stranoj valuti. Tu se javlja rizik: nedovoljne devizne rezerve u trenutku dospeća. Prinosi na ovakve obveznice je često i veći nego na neke korporativne obveznice, a u nekim slučajevima, kao na primer u Peruu godine 1966 i Argentini godine 2001. je došlo i do bankrota.³⁷

U martu 2012. godine Ministarstvo finansija Republike Srbije izdalo je „Vodič za investiranje u državne hartije od vrednosti Republike Srbije“, u kome je izvršena klasifikacija rizika investiranja u obveznice i to na sledeći način:

„Tržišni rizik je vezan za promene vrednosti varijabli koje se tržišno formiraju, kao što je promena deviznog kursa, kamatnih stopa i drugih tržišnih varijabli. Za dug koji je izražen u domaćoj, kao i za dug izražen u stranoj valuti, promena kamatnih stopa može uticati na

³⁶Dr Dejan B. Šoškić i dr Boško R. Živković, *Finansijska tržišta i institucije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2006, str. 239.

³⁷Fabozzi, Rizici investiranja u obveznice, PPT prezentacija dostupna na sajtu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije, posećeno 09.06.2013. godine
http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_remository&Itemid=47&func=startdown&id=1151

servisiranje duga u situacijama kada se dug sa fiksnom kamatnom stopom refinansira dugom sa promenljivom kamatnom stopom. Dug koji je denominovan u stranoj valuti takođe doprinosi promenljivosti servisiranja duga kada se izrazi u domaćoj valuti, usled promene nivoa deviznog kursa.

4.2. Upravljanje portfoliom obveznica

Najčešće korišćeni koncepti upravljanja su trajanje i konveksnost obveznica. U teoriju i praksu savremenog upravljanja portfoliom (što je spomenuto kod kamatnog rizika) uvodi se mera trajanje, koja ima za zadatak da otkloni nedostatke roka dospeća kao jednog od faktora promenljivosti cene obveznice.

Postoji više varijanti ovog koncepta, tako je još 1938. godine Frederick Macaulay je predložio da se dospeće kuponske obveznice računa kao ponderisana prosečna vrednost dospeća svih kupona i glavnice. Kao ponder se uzima relativni značaj sadašnje vrednosti svakog novčanog toka u odnosu na cenu. Poenta izračunavanja trajanja jeste u kvantifikaciji osjetljivosti cene obveznice na promene kamatnih stopa, izraženo u procentima. Dakle, pretpostavljajući promenu kamatne stope i poznavajući trajanje konkretne hartije moguće je dati odgovor na pitanje kolikom će procentualnom promenom cene reagovati data obveznica³⁸.

Postoji pet pravila koji se koriste u upravljanju portfoliom sa fiksnim prinosom, a koji se odnose na trajanje. To su prvo da je trajanje beskuponske obveznice jednako njenom roku dospeća. Diskontna obveznica plaća samo jedan iznos, nominalni, o roku dospeća; drugo, manji kupon, uz isti rok i prinos do dospeća, znači veću osjetljivost na kamatni rizik i veće trajanje; treće da je trajanje veće za obveznice sa dužim rokom dospeća, ako su ostali faktori isti; četvrto, da je trajanje veće kada su prinosi do dospeća manji, uz zadržavanje ostalih faktora na istom nivou; i na kraju peto, da se trajanje perpetualnog toka se izražava kao $\frac{1+y}{y}$ ³⁹.

³⁸Ćurčić, U. i Barjaktarević, M. *Bankarski portfolio menadžment*, Beograd, 2008.g.

³⁹Šoškić, D., *Hartije od vrednosti, upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2006.

Kod kamatnog rizika navedeno je da rast prinosa izaziva manji pad cene obveznice nego što je njen rast kada prinos opadne za isti procenat. U literaturi je ova osobina poznata pod nazivom konveksnost obveznica. Kada su u pitanju mala kolebanja prinosa sasvim zadovoljavajuća mera je trajanje, koje je inače Taylor-ova aproksimacija prvog reda. Sa ciljem poboljšanja a kod velikih pomeranja prinosa koristi se Taylor-ova aproksimacija drugog reda. „U matematičkom smislu konveksnost predstavlja drugi izvod cene po prinosu podeljen cenom obveznice. Ovakav matematički rezultat ima i ekonomski smisao, jer trajanje kao mera potcenjuje cenu obveznice bilo da prinos raste ili opada. Ako prinos raste cena će se smanjiti za određeni procenat koji je manji nego što je procentualno smanjenje koje implicira trajanje. Stoga je stvarna cena nakon rasta prinosa veća od aproksimacije trajanja i to približno za efekat konveksnosti, i obrnuto - u slučaju pada prinosa, stvarna procentualna promena cene je veća nego procentualna promena koja proizilazi iz trajanja, pa je realna cena veća od aproksimativne za efekat konveksnosti“⁴⁰.

4.3. Kretanje cena obveznica

Svaka obveznica ima svoju nominalnu vrednost koja je uvek jednaka njenoj knjigovodstvenoj vrednosti po kojoj se obveznice evidentiraju u knjigovodstvu preduzeća emitenta. Cena obveznica u sekundarnom prometu, po pravilu, nije jednaka njenoj nominalnoj vrednosti. Na bazi nominalne vrednosti se izračunava tržišna cena, koja se iskazuje u procentima od njene nominalne vrednosti. Da bi se investitor opredelio za investiranje/dezinvestiranje u obveznice mora da poznaje sadašnju vrednost očekivanog novčanog toka (cash flow) iz obveznice. Sadašnju vrednost očekivanog novčanog toka iz obveznice investitor upoređuje sa tržišnom cenom i na taj način određuje opravdanost investiranja. Obveznice, kao instrumenti sa fiksnim prihodom iziskuju poseban pristup za vrednovanje. specifičnost ove vrste instrumenata je što njihovi emitenti obećavaju investitorima fiksni prinos u određenim periodima vremena, odnosno po isteku roka dospeća tih instrumenata.

⁴⁰ http://www.ekof.bg.ac.rs/analiza_hov/2008/portolio%20instrumenata%20sa%20fiksnim%20prinosom.pdf

Promena cena obveznica u sekundarnom prometu je obrnuto srazmerna promenama tržišnih kamatnih stopa. Investitori su spremni da plate više od nominalne vrednosti (premiju), pri kupovini obveznica koje nude nominalnu kamatnu stopu veću od tekuće tržišne kamatne stope. U obrnutoj situaciji diskont obezbeđuje prinos u visini uobičajenog tržišnog prinosa.

Kako se cena obveznica na dan dospeća svodi na njihovu nominalnu vrednost, dobijeni diskontna ceni predstavlja unapred plaćeni prinos na obveznice, a premija redukuje primanja od kamata, svodeći ih na uobičajeni prinos na tržištu kapitala.

Prinos do dospeća predstavlja najprecizniju meru kamatnih stopa. Međutim, pošto ga je ponekad teško izračunati, na tržištima obveznica uglavnom se koriste neke druge, manje precizne mere kamatnih stopa, kao što je tekući prinos. On doduše bolje odražava prinos do dospeća kada je cena obveznica bliža njenoj nominalnoj vrednosti i kada je njen rok dospeća duži.

Na cenu obveznice utiče i zahtev investitora da mu se nadoknadi *vreme* za koje je njegov novac zarobljen u investiciji, kao i rizik koji je imao tokom tog vremena. Kupcu obveznice kompenzira se vreme i rizik tako što prima od svoje investicije prinos od kamate. Dakle, faktori koji utiču na visinu nominalne kamatne stope su: tekuća tržišna kamatna stopa, očekivana stopa inflacije, očekivana premija likvidnosti i očekivana premija na rizik.⁴¹

Za razliku od investiranja u obveznice, investiranje u akcije podrazumeva procene i analiziranje investicionog projekta na nešto drugačiji način. Naime, akcije nemaju rok dospeća, niti imaju (sa izuzetkom preferencijalnih akcija) fiksni, pa najčešće ni konstantan prinos. Cenu akcija određuje ponuda i tražnja, a one se mogu kupiti ili prodati na berzi.

Analiza vrednosti akcija predstavlja jedan od najosteljivijih aspekata vezanih za izučavanje akcija. Odmah treba istaći da kod običnih akcija mogu postojati tri vrste vrednosti, a to su nominalna, knjigovodstvena i tržišna. Nominalna vrednost akcija se odnosi na vrednost po kojoj akcionarsko društvo odluči da emituje svoje akcije i ona se uglavnom određuje odlukama upravnog odbora. Nominalna vrednost jedne akcije pomnožena brojem emitovanih akcija daje prvi element akcijskog kapitala – njegovu nominalnu vrednost. Međutim, ona ima relativno mali praktičan značaj.

⁴¹<http://www.scribd.com/doc/13271320/>, posećeno 2.6.2013.

Za razliku od obveznica i preferencijalnih akcija kod kojih je nominalna vrednost jednaka njihovoj knjigovodstvenoj vrednosti, kod običnih akcija to nije slučaj. Otuda je i druga vrednost koja po pravilu sa izuzetkom momenta emisije, različita od nominalne vrednosti, knjigovodstvena vrednost običnih akcija. Ona je računski kategorija i menja se tokom vremena u zavisnosti od promena osnovnih bilansnih kategorija. Dobija se prostim deljenjem ukupne knjigovodstvene vrednosti akcijskog kapitala i broja emitovanih akcija. Trgovanje svakom akcijom na Beogradskoj berzi započinje od njene knjigovodstvene odnosno obračunske vrednosti koja se dobija iz finansijskih bilansa kompanije. Ona može, ali i ne mora da ima velike veze sa tržišnom vrednošću što se u svakom slučaju verifikuje odnosom ponude i tražnje kada otpočne trgovanje. Treća i ujedno najvažnija vrsta vrednosti akcija je njihova tržišna vrednost ili cena.

Tržišna cena je ona cena koja se formira na sekundarnim tržištima akcija kroz odnose ponude i tražnje. Tržišna cena je cena po kojoj se obavljaju kupoprodajne transakcije između kupaca i prodavaca akcija. Ona je podložna čestim fluktuacijama i menja se ne samo iz dana u dan, već često i iz časa u čas. Na visoko efikasnim finansijskim tržištima cena akcija reaguje na sve promene iz poslovnog okruženja, promene u poslovnoj politici i slično. Neki od najvažnijih faktora koji mogu uticati na kretanje cena akcija su: poslovni rezultati preduzeća, kretanje tražnje, kretanje u grani delatnosti i ukupnoj privredi, opšti ekonomski faktori, politički događaji i čitav niz drugih faktora⁴².

⁴²<http://www.psinvest.rs/sr/akcije>, posećeno 2.6.2013

5. KREDITNI DERIVATI

5.1. Pojmovno određenje CDS SPRIDOVA

Od početka XXI veka, kada se dogodilo bankrotstvo velikih i značajnih korporacija kao što su Parmalat, Enron i WorldCom, kao i redukcije kreditnih rejtinga nekih velikih kompanija kao što su Ford i General Motors. Godine 2005.. tržište je beležilo konstantan rast kreditnih derivata kao i razvoj sve do 2007. godine – kada je na vrhuncu imalo teorijsku vrednost od 35,1 triliona američkih dolara sa bruto tržišnom vrednošću od 948 milijardi američkih dolara. Nakon toga je usledio krah tržišta koje još uvek nije oporavljeno.

Kreditni derivati su finansijski ugovori koji omogućavaju transfer kreditnog rizika od jedne ugovorne strane ka drugoj. U pitanju je bilateralni ugovor između kupca i prodavca, gde prodavac prodaje zaštitu od neispunjenja obaveza (default), odnosno osnovne imovine (underlying asset). U tom osnovnom obliku se kreditni derivati nazivaju nepokriveni sredstvima (unfunded). Za razliku od toga, kreditni derivati pokriveni sredstvima (funded) su oni derivati u kojima je jedna ugovorna strana finansijska institucija (može biti i entitet specifične namene), a isplate po tom derivatu su pokrivene kroz proces sekjuritizacije finansijske aktive. U tom slučaju, finansijska institucija emituje dužničku obligaciju, koji pokriva obaveze po ugovorima kreditnih derivata. Dakle, svrha kreditnih derivata je prilično jednostavna: transfer rizika od jednog ka drugom tržišnom akteru. Prvi instrumenti (na prvom mestu kreditne note (credit linked notes) i swop-ovi ukupnog prinosa (total return swaps) su uspeli da učine to, ali su imali i značajne nedostatke. Naime, oni su bili vezani samo za jednu obveznicu ili kredit, što ih je efektivno učinilo nedovoljno likvidnima. Nakon toga se razvijaju kredit credit default swap-ovi koji su uspeli da prevaziđu tu manjkavost, a prednost im je bila to što su investitore podsećali na klasične obveznice.

Osnovna prednost kreditnih derivata je mogućnost transfera rizika od obveznica i kredita bez potrebe da se oni kupe ili prodaju. Takođe, oni omogućavaju izvesne pogodnosti i to: prilagođenu izloženost kreditnom riziku, zatim mogućnost zauzimanja kratke pozicije na osnovnim hartijama od vrednosti bez obaveze kupovine tih hartija, takođe omogućavaju

investitorima pristup tržištu bankarskih zajmova, uglavnom na „leverage“⁴³ osnovama, i daju mogućnost ekstrakcije i osiguravanje (hedge) specifičnih delova kreditnog rizika – npr. kuponi kod neispunjenja obaveza, migracija kreditnog rejtinga i dr.

Postoje različite tehnike rangiranja i kvantifikovanja verovatnoće gubitka. se primjenjuju za rangiranje i utvrđivanje verovatnoće gubitka. Credit spread, koji predstavlja razliku između prihoda nerizičnih instrumenata, kao što su obveznice centralne banke i prihoda obveznice sa različitim stepenom rizika. Credit spread predstavlja jednu od tehnika kvantifikacije verovatnoće gubitka. On procenjuje verovatnoću gubitaka, rizika, pada kreditnih rejtinga dužnika i pokriće rizika kolaterala.

Model se zasniva na utvrđivanju vrednosti rizičnog duga putem diskontovanja očekivanog novčanog toka koji se sastoji od nerizične kamatne stope na koju se dodaje rizik gubitka

Inače, „tržište CDS-ova je u poslednje vreme postalo indikator rizičnosti dužničkih finansijskih instrumenata. Naime, raspon (spread) koji se nudi po CDS-ovima (raspon iznad referentne kamatne stope) je dobio ulogu pokazatelja rizičnosti dužničkih hartija od vrednosti i kredita komercijalnih banaka. Što je taj raspon viši, to je finansijski instrument rizičniji, pa je samo osiguranje koje se nudi po CDS ugovorima skuplje. Samim tim, tržišni akteri dobijaju vrlo jasan i ažuran signal u pogledu rizičnosti i cene tih finansijskih instrumenata, što doprinosi da finansijska tržišta postanu efikasnija i transparentnija. Međutim, osnovna prednost CDS-ova je mogućnost prisustva finansijskih institucija na globalnom finansijskom tržištu na znatno jednostavniji i jeftiniji način. Umesto otvaranja sopstvenih filijala ili akvizicije tuđih, finansijske institucije mogu uz kompenzaciju da garantuju za različite gubitke tuđih portfolija finansijske aktive. Na taj način obe strane ostvaruju korist“⁴⁴.

⁴³ Leveridž predstavlja jedan od metoda pomoću kojeg se procenjuju efekti poslovanja uz obuhvatanje fiksnih rashoda. Postoji poslovni, finansijski i kombinovani leveridž. Finansijskim leveridžom se meri dodatni rizik zbog finansijskih rashoda. Kombinovanim leveridžom kvantifikuju se efekti poslovnog i finansijskog leveridža na neto dobitak i stopu prinosa na sopstvena sredstva. (Krasulja, D., & Ivanišević, M. (2005). Poslovne finansije. Beograd: Ekonomski fakultet).

⁴⁴ <http://serbianforum.org/ekonomski/98868-kreditni-derivati.html>

6. COUNTRY RISK – RIZIK ZEMLJE

6.1. Pojemovno određenje

Country risk odnosno rizik zemlje za strana ulaganja pretpostavlja ulaganje kapitala u određenu zemlju pod određenim rizikom. On je u direktnoj vezi sa političkim i ekonomskim događajima date zemlje. U tom smislu se analiza rizika zemlje odnosi na procenjivanje ovih faktora jer upravo oni mogu dovesti do ometanja redovnog izmirenja glavnice i kamate korisnika kredita. Ovaj rizik je veoma značajan i on se mora posebno tretirati u odnosu na individualne korisnike kredita koji nemaju nikakvu kontrolu nad pomenutim faktorima.

Country risk je relativno novi pojam te je to razlog što banke i drugi investitori „nisu bili u stanju da limite vezane za kreditiranje zemalja postave na adekvatan način, već su ih postavljali na previsokom ili pre niskom nivou.“⁴⁵

Osnovni vidovi i oblici rizika zemlje su, prema Vasiljević, sledeći:

- rizik neplaćanja koji ukazuje da dužnik nije u stanju da ostvari dovoljan neto priliv ili nije voljan da ga upotrebi z servisiranje duga
- rizik transfera koji podrazumeva takve okolnosti u kojima dužnik, usled raznih ograničenja u raspolaganju sredstvima nije u mogućnosti da dođe do određene valute za otplatu duga
- rizik garancije, koji predstavlja verovatnoću da banka, izdavalac obično činidbene garancije, mora da izvrši garantovanu obavezazu, poto to nije izvršio glavni dužnik usled ekonomske ili političke situacije u zemlji⁴⁶.

Procena rizika zemlje može biti izražena kao funkcija verovatnoće $P(z)$, gde je P – verovatnoća, a z – dati procenat umanjivanja sadašnje vrednosti portfolija zahteva date zemlje, odnosno $P(z)$ je verovatnoća da će se nivo umanjivanja desiti. .

⁴⁵ Stakić, B. i Barać, S. *Međunarodne finansije*, Univerzitet Singidunum, Čigura print, Beograd, 2008.g. str. 247.

⁴⁶ Vasiljević, B., *Rizici u bankarskom poslovanju*, Fokus, Beograd, 1990, str.61

U praksi se, međutim, procena ne iskazuje kao funkcija verovatnoće već kao pojedinačno valorizovan indeks rizika ili premije, koja reflektuje obe karakteristike funkcije verovatnoće i prednosti procenjivača rizik.

Rizik zemlje nije rizik pojedinačnog događaja već je to rizik koji nastaje kao rezultat seta događaja u izvesnom obično dužem periodu u određenoj zemlji, koji mogu ili imaju bitan uticaj na sposobnosti servisiranja dugova većine dužnika u toj zemlji ali i dužnika koji su fizički izvan date zemlje, ali čije ekonomske okolnosti kritično zavise od tih događaja.

Kod procene rizika jako je važno razumevanje dinamike političkih odluka koje stoje iza odluka o primeni odgovarajućih ekonomskih rešenja, a kod kojih nije moguće lako identifikovati kvantitativne elemente rizika. To takođe može uticati na servisiranje dugova.

Treći problem kod procene rizika je utvrđivanje verovatnoće teškoća servisiranja dugova za bilo koju datu zemlju koja je uslovljena s jedne strane eksternim ekonomskim aspektom i pogađa većinu zemalja (kao što je na primer promena cene nafte), i činjenicom da pod izvesnim okolnostima volja stranog kreditora, da dâ kredit datoj zemlji, usko je povezana sa njihovom odlukom da pozajmi sredstva recimo drugoj zemlji ili grupi zemalja⁴⁷.

6.2. Metodologije utvrđivanja rizika zemlje

Analiza rizik zemlje se uglavnom sastoji od procene političkih prilika i ekonomskog stanja date zemlje, to iz razloga što ovi faktori mogu da ometaju redovno izmirenje duga. Metodologije utvrđivanja rizika zemlje vrše se od strane različitih institucija i kreditnih agencija. U tom smislu razlikujemo nekoliko sledećih metodologija:

1. „EUROMONEY-a“
2. „BERI-INDEKS-a“
3. „MOODY’s“ i „STANDARD & POOR’s“
4. INSTITUTIONAL INVESTOR
5. ICRG – International Country Risk Guide

⁴⁷ Ćurčić, U. i Brjaktarević, M. *Bankarski portfolio menadžment*, Beograd, 2008.g., str. 476-475

6. „BUSINESS INTERNATIONAL-a“
7. ONDD – The Belgian Export Credit Agency

1. Metodologija „EUROMONEY-a“ takođe naglašava politički i ekonomski faktor i u tom smislu utvrđuje ova dva rizika. Pri proceni političkog rizika uključeni su nacionalno jedinstvo, kvalitet vlade i nivo socijalnog zadovoljstva/nezadovoljstva. Kod ekonomskog rizika utvrđuje se procenjivanje ekonomskog razvoja, nivo i kvalitet međunarodnih ekonomskih odnosa zemlje, visina zaduženosti zemlje i revnosnost dosadašnjeg izmirivanja dugova. Indeks se donosi u zavisnosti od režima, eventualnog postojanja političkih nemira, verovatnoće restrikcije za poslovno – tehničku saradnju, restrikcije u spoljnoj trgovini, i konačno od ekonomske politike u celini.

Ova metodologija zastupa sistem ocenjivanja po principu bodovanja svake zemlje od 0 do 100 poena. Izvršena je i klasifikacija zemalja u odnosu na taj broj poena, a po „indeksu predviđenog političkog rasta za petogodišnji period“, i to u četiri grupe obeležene kao grupa A (80-100), grupa B (60-80), grupa C (40-60) i grupa D (0-40).

Prilikom izrade analize country riska pribegava se prikupljanju sveobuhvatnih informacija koje uključuju kretanja na tržištu robe i valuta, odluke o davanju kredita, zatim informacije o kreditnom menadžmentu, emisionim bankama, vladama, komunikacijama između centrale i filijale i transnacionalnih korporacija, marketingu, odlučivanju o projektima, osiguranju, strategijskom planiranju i dr. Za prikupljanje ovih informacija Eoromoney profesionalno angažuje veći broj ljudi i to na prikupljanju, analizi, vrednovanju, prognozi. Stoga su istraživači svrstani u četiri grupe: oni koji prikupljaju informacije, specijalisti u svojstvu konsultanata čija je uža specijalnost poslovna ekonomija i političke nauka, zatim vladini specijalisti koji rade u vladinim ustanovama a stručnjaci su iz oblasti privrede, obaveštajnih agencija ministarstva spoljnih poslova i sl., i četvrtu grupu čine specijalisti iz privrede koji su usko profesionalno usmereni na utvrđivanje country riska i koji obično rade u bankama, multinacionalnim kompanijama i sl. Ova istraživanja traju duži vremenski period i predstavljaju veoma detaljan i složen proces.⁴⁸

⁴⁸ Stakić, B. i Barać, S. *Međunarodne finansije*, Univerzitet Singidunum, Čugura Print, Beograd, 2008.g., str.249-251

2. Metodologija „BERI-INDEKS-a“ (Business Environment Risk Intelligence) u svoju strukturu procene rizika zemlje uključuje:

- politički sistem i to: političku stabilnost, odnose prema stranim investitorima, pitanja privatizacije, monetarnu inflaciju, platni bilans sa inostranstvom, ponašanje birokratije;
- poslovnost privrede što podrazumeva privredni rast, konvertibilnost valute, pravnu važnost ugovora, profesionalne usluge i ugovorne odnose, mrežu puteva i komunikacije, troškove rada i stopu produktivnosti, nacionalni menadžment i partnere;
- finansijske faktore i to: konvertibilnost valute, kratkoročne i dugoročne inokredite, stopu inflacije, platni bilans sa inostranstvom, pravnu važnost ugovora, ponašanje birokratije
- elemente nacionalizma koji se odnose na stav prema inostranim investicijama i profitima, nacionalizaciju, konvertabilnost valute i birokratiju.

I kod ove metodologije postoji sistem bodovanja, a maksimalni iznos je 100 bodova. U odnosu na postignu broj bodova svaka zemlja ostvaruje određeni rejting tako da razlikujemo zemlje koje su industrijski razvijene i imaju mali rizik ulaganja (71-85), zatim slede zemlje sa umerenim rizikom ulaganja (56-70), zemlje u koje je rizično ulagati su one zemlje koje su ocenjene od 41-55 bodova, i na kraju zemlje koje nemaju osnovne uslove za inostrana ulaganja i one su ocenjene sa manje od 40 bodova⁴⁹.

3. Metodologije „MOODY’s“ i „STANDARD&POOR’s“ sprovode se u okviru najstarije rejting organizacije koja je osnovana još 1909. godine. Zbog tako dugogodišnjeg iskustva i posedovanja informacija koje obuhvataju veoma dugo vreme procene rejting organizacije Moody’s su prilično pouzdane i predviđanja budućih kretanja u poslovanju prilično tačna. Osim toga Standard&Poor’s obezbeđuju nedeljno ažuriranje podataka o kreditnom riziku nacionalnih vlada u čak 77 zemalja i teritorija. Iako se ne odnose na rejting zemlje oni obezbeđuju kratkoročne i dugoročne rejtinge iz oblasti koje se odnose na dugoročna zaduženja, komercijalni papiri, sertifikati depozita, tržišni i novčani fondovi,

⁴⁹ Isto, str. 251-252

fondovi obveznica, platežna moć osiguravajućih kompanija. Pored toga, daju se i kvalitativne ocene na domaće i strane valutne rezerve države. One se obeležavaju od C do AAA. Tako se oznaka Aaa (AAA) odnosi na najkvalitetnije obveznice, Baa (BBB) na obveznice srednjeg kvaliteta, Caa (CCC), lošeg kvaliteta i opasnošću za plaćanjem na duži rok i D za junk bonds – ne izvršava obaveze.

Moody's i Standard&Poor's agencije se bave i kreditnim rejtingom hartija od vrednosti tako što primenom kvantitativnih metoda istraživanja s jedne strane i ekspertskom ocenom sa druge, procenjuju kreditni rizik pri čemu dolaze do rezultata kojima se utvrđuju koje su najkvalitetnije i time najpogodnije pogodne za ulaganja. Njihova emisija se vrši od strane država, gradova, organa uprave i korporacija. Jedna od najprimenjivanijih obveznica su junk bonds iako su i najrizičnije ali donose visoke prinose. One se često vezuju za male kompanije koje nemaju istoriju kreditnog rizika, ali imaju potencijal za brzi rast.

Obveznice se po ovoj metodologiji svrstavaju u tri grupe:

a) Obveznice za investicije i to su obveznice najboljeg kvaliteta sa najmanjim rizikom, zatim su visokog kvaliteta jer na dugi rok nose mali rizik, i to su obveznice visoko-srednje kategorije koje su osetljive na pomene privrednih uslova.

b) Obveznice srednjeg kvaliteta su na duži rok nedovoljno pouzdane, nose relativnu sigurnost, njihovo obezbeđenje nije dovoljno dobro i postoje elementi spekulativnosti. One poseduju trenutnu sposobnost plaćanja sa neizvesnom i rizičnom mogućnošću plaćanja u budućnosti.

c) Pomenute Junk bonds obveznice koje su lošeg kvaliteta, sa velikim izgledima za neizvršavanje obaveza., čak i u situacijama da se trenutno izvršavaju postoji opravdana sumnja da se neće izvršavati u budućnosti. Zbog tako male mogućnosti izvršavanja spadaju u obveznice najnižeg rejtinga.⁵⁰

Metodologija američkog časopisa Institutional Investor se bazira na objavljivanju šestomesečnih procena vodećih bankara sveta.

⁵⁰ Isto, 252 - 254

4. Metodologija International country risk guide – ICRG je široko prihvaćena kao sistem za ocenjivanje i predviđanje rizika. Počev od januara 1984. godine ICRG izdaje ekonomske, finansijske, političke i kompozitne rejtinge rizika za devedeset zemalja i to na mesečnom nivou, a od oktobra 2002. godine za 140 zemalja.

Sve do 1997. godine analitičari ICRG-a su vršili procenu rizika na bazi nezavisno generisanih podataka (npr. od MMF-a), da bi potom prilagodile svoj sistem ocenjivanja u skladu sa promenama internacionalne klime koje su nastupile po završetku hladnog rata.

Svako izdanje ICRG-a obuhvata: objašnjenje ICRG-ovog visoko cenjenog sistema za ocenjivanje, regionalne delove sa analizom događaja u svakoj zemlji i mogućnost ataka na poslovanje i investicije organizacija, 50 strana priznatih (od strane "BarronV"-a, "The Economist"-a, The Wall Street Journal"-a) statistika rizika koje upućuju na to gde postoje povoljne šanse za poslovanje a gde leže eventualni rizici.

Ozbiljni eksperti npr. IMF-a, Svetske banke, Ujedinjenih nacija i drugih internacionalnih institucija, navode ICRG-ov sistem ocenjivanja kao standard prema kome se druge procene mogu meriti.

Po ICRG stavu country risk sadrži dve bitne komponente, i to: mogućnost plaćanja i spremnost da se plati. U tom smislu politički rizik se vezuje za spremnost, dok druga dva – ekonomski i finansijski, za mogućnost.

Prikupljajući podatke o političkim, ekonomskim i finansijskim faktorima rizika, pri čemu se u obzir uzima 13 političkih, 6 ekonomskih i 5 finansijskih faktora kojima se dodeljuje numerička ocena (veća ocena – manji rizik), ICRG izračunava pokazatelje rizika kao i kompozitni indeks rizika. U okviru izračunavanja koristi 22 varijable koje predstavljaju tri glavne komponente rizika zemlje i to ekonomski, finansijski i politički.

Ekonomske varijable su; bruto društveni proizvod (BDP) po glavi, realni godišnji rast BDP-a, godišnja stopa inflacije, bilans budžeta u procentima BDP.

Finansijske varijable se odnose na spoljni dug kao procenat BDP, servisiranje spoljnog duga kao procenat izvoza roba i usluga, trenutni računi kao procenat izvoza roba, neto likvidnost u mesecima pokrivenosti uvoza, stabilnost kursne liste.

Političke varijable su: stabilnost vlade, socio-ekonomski uslovi, portfolio investicija, unutrašnji konflikti, eksterni konflikti, korupcija, vojno učešće u politici, religiozna tenzija, zakonodavstvo i sudstvo, etičke tenzije, demokratska odgovornost, kvalitet birokratije.

POLITICAL RISK COMPONENTS⁵¹	
Sequence Component Points (max.)	
A Government Stability	12
B Socioeconomic Conditions	12
C Investment Profile	12
D Internal Conflict	12
E External Conflict	12
F Corruption	6
G Military in Politics	6
H Religious Tensions	6
I Law and Order	6
J Ethnic Tensions	6
K Democratic Accountability	6
L Bureaucracy Quality	4
Total	100

Varijable rejtinga ekonomskog i finansijskog rizika su ponderisane jednako da bi se dobio rezultat do 50 bodova, političkog do 100 bodova. Rejting kompozitnog rizika se dobija deljenjem sume tri rejtinga sa dva, ekonomska i finansijska komponenta se računaju sa 25% i politička sa 50% učešća⁵².

THE COMPOSITE RISK RATING⁵³	
Very High Risk	00.0 to 49.9 points
High Risk	50.0 to 59.9 points
Moderate Risk	60.0 to 69.9 points
Low Risk	70.0 to 79.9 points
Very Low Risk	80.0 to 100 points

5. Metodologija „BUSINESS INTERNATIONAL-a“

Business International vrši rangiran je oko 70 zemalja. Izveštaje izdaje u posebnom biltenu kome je naziv "country Assessment Service".

⁵¹ <http://www.prsgroup.com/PDFS/icrgmethodology.pdf>, posećeno 03.11.2012.

⁵² Stakić, B. i Barać, S. *Međunarodne finansije*, Univerzitet Singidunum, Čugura Print, Beograd, 2008.g., str. 255-258

⁵³ <http://www.prsgroup.com/PDFS/icrgmethodology.pdf>, posećeno 03.11.2012.

Za "Country AssessmentService" je od važnosti 56 faktora na osnovu kojih se dobijaju informacije bitne za poslovanje određenih korporacija koje se nalaze u razvijenim zemljama.

6. Metodologija ONDD – The Belgian Export Credit Agency

Kao autonomno javno telo ONDD ima misiju da unapređuje internacionalne ekonomske odnose putem pokrivanja rizika vezanih za izvoz robe i usluga, uvoz, direktne investicije u inostranstvu i kratkoročne, srednjoročne i dugoročne kredite. Osnovan je 1921. godine i bio je druga agencija za osiguranje kredita u svetu. Belgijska vlada je 1939. godine odlučila da ONDD da status stalnog tela u svojstvu finansijski i administrativno autonomne institucije koja je garantovana od strane vlade.

Finansijska situacija ONDD-a dosta zavisi od optimalnog upravljanja country risk-om. Zbog toga je ključno uraditi veoma preciznu kvantitativnu i kvalitativnu procenu različitih rizika. Za svaku zemlju i različite vrste osiguranih transakcija, rezultat ove analize jeste utvrđivanje kategorija premija (kategorije koje se koriste za kalkulaciju premije osiguranja), limita osiguranja zemlje a ukoliko je potrebno i posebne uslove pokrića.

U tom smislu, razlikujemo sledeće kategorije premija:

1) Kategorije premija za osiguranje transakcija izvoza. U okviru nje zemlje se, prema intenzitetu političkog rizika, klasifikuju u sedam kategorija, a prema intenzitetu trgovačkog rizika se klasifikuju u tri kategorije (od A do C).

2) Kategorije premija za osiguranje direktnih investicija u inostranstvu obuhvataju procene ratnog rizika, rizika od eksproprijacije i vladinih akcija i prenosnog rizika koji se odnosi na investicione zajmove, plaćanje dividendi i repatrijaciju tj. vraćanje kapitala.

3) Kapacitet pokrića po zemlji gde se za svaku zemlju postavlja dva limita: jedan za izvozne transakcije sa kratkoročnim kreditnim periodima, a drugi za izvozne transakcije sa srednjoročnim, odnosno dugoročnim kreditnim periodima.

4) Posebni uslovi pokrića se primenjuju u sledećim situacijama:

- razlika između politike pokrića koja se primenjuje na privatne kupce i države kao kupca.

– ograničavanje obima individualnih transakcija ili ograničavanje pokrića na belgijsku robu mogu se primeniti u zemljama u kojima postoji visoka verovatnoća da će se preći limit ili u zemljama koje su visokorizične.

– za visokorizične zemlje ONDD može da umanja procenat do kojeg može da se pokriva politički i trgovački rizik

- neki slučajevi zahtevaju bankarsku garanciju (često je to neopozivi akreditiv) ili garanciju vlade (Ministarstva finansija ili Centralne banke). Najčešći slučajevi su: rizik od neplaćanja, kako privatnih kupaca tako i države kao kupca, koji se smatra posebno visokim, zatim ograničeno funkcionisanje ili nefunkcionisanje sistema razmene u zemlji i upotreba neopozivih akreditiva koja je obavezna u skladu sa pravilima o uvozu određene zemlje.

5) Indikatori veličine tržišta se odnose na stanovništvo zemlje (u milionima), godišnju vrednost uvoza robe i usluga (u milionima USD), bruto nacionalni proizvod (u milionima USD), prosečnu godišnja stopu rasta bruto nacionalnog proizvoda protekle godine i prošlogodišnju vrednost izvoza Belgije u tu zemlju (u milionima EUR).⁵⁴

⁵⁴ Stakić, B. i Barać, S. *Međunarodne finansije*, Univerzitet Singidunum, Čugura Print, Beograd, 2008.g., str. 259-264

III GLOBALNA FINANSIJSKA KRIZA I JAVNI DUG

Početak sedamdesetih godina dvadesetog veka u međunarodnom finansijskom sistemu dogodile su se veoma značajne promene, izazvane promenama odnosa ekonomske moći najrazvijenijih zemalja sveta. Proglašavanje inkonvertibilnosti⁵⁵ dolara u zlato, svetske valute su i definitivno izgubile do tada formalno pokriće vrednosti valuta u plemenitom metalu. Kao reakcija na novonastale uslove na međunarodnim deviznim i finansijskim tržištima pojavili su se brojni, do tada nepoznati, finansijski instrumenti, čija je pojava imala dalekosežan uticaj na efikasnost ekonomskih politika zemalja, a posebno na tri njena najznačajnija segmenta - monetarnu i fiskalnu politiku, kao i na politiku deviznog kursa.

Osim toga, visina i dinamika javnog duga su važni pokazatelji fiskalne i ekonomske stabilnosti države, a aktuelna ekonomska kriza je dodatno naglasila značaj upravljanja javnim dugom.

Prema podacima Eurostat-a prosečno učešće javnog duga u bruto društvenom proizvodu (BDP) na nivou Evropske Unije u 2010. godini iznosio je 80%, a Evrozone 85%. Većina zemalja, osim Mađarske, ukoliko se rukovodimo kriterijumom udela javnog duga u BDP-u, nije visoko zadužena. Jedan od uslova ulaska novih zemalja u Evrozonu (prema kriterijumima iz Maastrichta) je da javni dug ne prelazi 60% BDP-a. Kao što je spomenuto, najveći dug države, od 80% BDP-a, beleži Mađarska, zatim sledi Poljska, sa oko 56% BDP-a. Najnižu nivo javnog duga opće imaju Bugarska i Estonija.

Međutim, dug se u svim zemljama poslednjih godina povećao, a najveći uticaj na njegov rast imala je globalna finansijska kriza. Pad privredne aktivnosti, kao i prihoda od poreza povećali su proračunske deficite, a time i potrebu zemalja za zaduživanjem.

U poređenju sa ostalim zemljama Evropske unije, visina javnog duga pomenutih zemalja je održiva u odnosu na pojedine zemlje EU koje su zbog visokih dugova, na primer, Grčka, Španija, Italija izložene brojnim finansijskim rizicima.

⁵⁵ Konvertibilnost valute označava njenu zamenljivost za druge valute, po važećem deviznom kursu, bez ograničenja. Ispunjavanjem svih obaveza po članu 8 Statuta MMF-a valuta je konvertibilna u svim tekućim transakcijama sa inostranstvom, odnosno omogućena je njena zamena za sve svetske valute.

Prema istraživanjima MMF-a i Svetske banke, finansijska kriza povećala je potrebe država za zaduživanjem, a istovremeno i ograničila mogućnosti zaduživanja. Zbog finansijske krize javlja se potreba za usmeravanje na domaću štednju koja bi mogla nadoknaditi smanjenje spoljnih izvora finansiranja. Zemlje s ograničenim domaćim izvorima finansiranja, nerazvijenim i nelikvidnim domaćim tržištem, imaju veće probleme u finansiranju. To ukazuje na potrebu izrade razboritih strategija upravljanja javnim dugom koje bi u dugom roku vodile održivom nivou javnog duga prilagođenom promenama na finansijskim tržištima⁵⁶.

Većini kriza u istoriji je prethodila finansijska liberalizacija. Proces finansijske liberalizacije započet je kasnih šezdesetih i početkom sedamdesetih godina. Njena suština je eliminacija uticaja države na usmeravanje kredita, kamatne stope, vlasništvo banaka i na slobodu kretanja međunarodnog kapitala.

Finansijska globalizacija, posredno, može dovesti do unapređivanja finansijskog sistema u zemlji dužnika, budući da se lokalne finansijske institucije suočavaju sa inostranom konkurencijom, povećavajući nivo znanja, snižavajući troškove i koristeći naprednije tehnologije. Sa stanovišta štediša, finansijskih investitora i zajmodavaca finansijska globalizacija omogućava, takođe, širi izbor ulaganja u veliki broj finansijskih instrumenata sa rasutom strukturom prinosa i rizika, što omogućava efikasnije strukturiranje portfolija uz povećanje prinosa i smanjivanje rizika. Međutim, ovaj proces je započet sa bitno različitim polaznih pozicija zemalja u različitim svetskim regionima. Navedene prednosti i mogućnosti prvenstveno stoje na raspolaganju akterima na lokalnim i globalnim tržištima kapitala koji imaju informacione prednosti, kao i prednosti u raspoloživim finansijskim sredstvima.

Zemlje sa već razvijenim tržišnim strukturama i moćnim finansijskim institucijama imaju velike prednosti u odnosu na zemlje koje nemaju razvijena finansijska tržišta i finansijski sektor. Upravo zbog velikih razlika u polaznim pozicijama, proces finansijske liberalizacije u prethodne dve decenije imao je za posledicu umnožavanje razlika između najbogatijih i najsiromašnijih. Današnje globalno tržište kapitala se znatno razlikuje: čini se da su kapitalne transakcije najvećim delom posao na relaciji bogati-bogati. Današnje strane

⁵⁶ IMF and World bank (2009:7), Managing public debt, dostupno na www.treasury.worldbank.org, posećeno 14.10.2012.

investicije u najsiromašnije zemlje u razvoju daleko zaostaju za nivoima koji su dostignuti na početku prošlog veka.

U kontekstu uticaja finansijske liberalizacije i otvaranja računa kapitalnih transakcija na ekonomski položaj svetskih regiona posebnu pažnju zaslužuju promene u periodu 1973-2000. godine, budući da je jedno od osnovnih obeležja svetske ekonomije u ovom periodu upravo bila finansijska liberalizacija. Najveći broj zemalja u razvoju, koje su finansijsku liberalizaciju i integraciju u međunarodne tokove roba, usluga i kapitala provele radikalno, ukidajući mogućnost vlada svojih zemalja da kontrolišu proces otvaranja i usmeravanja poslovnog ciklusa, zaostale su u razvoju, odnosno pogoršale su svoju međunarodnu poziciju.

Finansijska liberalizacija je stvorila pretpostavke jačanja pozicije i uloge Sjedinjenih američkih država u međunarodnim ekonomskim i globalnim finansijskim tokovima, a samim tim i jačanje uloge američkog dolara. Velika Britanija je, takođe, vratila poziciju drugog najznačajnijeg finansijskog svetskog tržišta i to po sprovođenju finansijske deregulacije 1986. godine. Japan je takođe poboljšao svoju relativnu poziciju, mada je u poslednjoj deceniji prošlog veka stagnirao. Ipak, najbolje rezultate ostvarila je Kina. Ova zemlja je utrostručila svoj bruto društveni proizvod (BDP) po glavi stanovnika. Kina se, uprkos svom političkom uređenju, pojavljuje kao važan poslovni ambijent najjačih svetskih kompanija prvenstveno zbog civilizacijskog okruženja, niske cene rada i zadovoljavajućeg nivoa kvalifikovanosti u masovnoj proizvodnji različitih proizvoda. Međutim, izuzev Kine i zemalja jugoistočne Azije, donekle i zemalja Južne Amerike, ulaganja u ostale svetske regione bila su nedovoljna da bi eliminisala zaostalost i učinilo da ta područja postanu potencijalno atraktivna.

S druge strane, najveće pogoršanje relativnog ekonomskog položaja ostvarile su zemlje Istočne Evrope, uključujući Rusiju. Ovaj region je čak za 55,2% pogoršao svoj položaj 2000-te godine. u odnosu na 1973. godinu.⁵⁷

Globalna finansijska i ekonomska kriza je nastala u SAD i zahvatila je sve evropske i vanevropske zemlje kroz širenje negativnih efekata kada je došlo do globalne recesije koja po razmerama prevazilazi recesije svetske privrede iz 1975, 1982, 1987 i 2001. i podseća na

⁵⁷ Izvori: The World Bank, World Development Indicators, izdanja za 1999, 2000, 2002, i 2003. godinu (poglavlja 5.2. iz 1999. i 2000 i 5.4 2002. i 2003. pod naslovom "Stock markets").

najveću svetsku ekonomsku krizu iz 1929-1933. godine. Finansijska kriza je inicirana kolapsom tržišta nekretnina u SAD prvenstveno zbog precenjenosti nekretnina, a zatim se proširila na ceo finansijski sektor usled strukturnih i funkcionalnih nedostataka finansijskog sistema. Krizu je iniciralo slobodno i neregularno finansijsko tržište SAD koje je omogućavalo ekspanziju trgovine tzv. derivatima u nekoliko godina pre i tokom 2008. godine, kao novim finansijskim instrumentom. Nagli rast trgovine derivatima nije bio pod kontrolom države koja nije donela odgovarajuću regulativu za tržište derivata. U takvim okolnostima banke, investicioni fondovi, hipotekarna i osiguravajuća društva ulazili su u visoko rizične bankarske operacije i nastala je nekontrolisana trka za profitom i disperzija rizika na brojne učesnike u finansijskim poslovima. Banke širom sveta su trgovale derivatima, ulažući novac u sve rizičnije poslove i povećavajući rizike za finansijski sistem. Posledice toga osetile su, čak, i štediša s depozitima oročenim u najboljim svetskim bankama, kao i kupci obveznica kao sigurne finansijske aktive⁵⁸.

„Globalna finansijska ekonomska kriza (GFEK) je zahvatila ceo svet, neizvesno je njeno trajanje i nepoznate su sve njene posledice. Vlade i centralne banke većine zemalja sveta su preduzele mere kako bi povratile funkcionisanje međubankarskog kreditnog tržišta i zaustavile krah svetskih berzi. Od ključnog značaja za saniranje posledica finansijske krize bile su koordinirane akcije vlada i centralnih banaka u pogledu garantovanja štednih depozita na bankarskim računima i novih kredita banaka, kao i stimulativni vladini paketi (fiskalni stimulansi). GFEK predstavlja upozorenje zemljama koje nisu dobro upravljale privredom. Zemlje koje su više pažnje posvećivale niskoj inflaciji, a manje stabilnosti finansijskog sistema našle su se na jačem udaru GFEK. Nedovoljna zasnovanost finansijskog sistema na adekvatnoj i dovoljnoj državnoj regulativi i državnoj kontroli pokazala je da se ekonomska stabilnost obezbeđuje ne samo kroz nisku inflaciju, već i kroz zakonsku regulativu“.⁵⁹

Jedan od svetski priznatih stručnjaka u oblasti menadžmenta i marketinga, Filip Kotler, je istakao da se ne može se tačno reći kada će globalna kriza prestati, ali on smatra da recesija neće preći u depresiju i da se svakako nazire izlazak iz krize, koji će, obzirom na

⁵⁸ Kaminsky, Graciela L., and Carmen M. Reinhart. 1999. “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems.” *American Economic Review*, 89(3): 473-500.

⁵⁹ <http://sr.scribd.com/doc/59225578/GLOBALNA-FIN-i-Ek-kriza-i-Njen-Uticaj-Na-Priv-Srbije-17-2-2011>, posećeno 30.10.2012.g.

njenu globalnu dimenziju i težinu oporavak, biti dug i spor. U svojoj knjizi "Haotika" Kotler govori o turbulentnim vremenima koja donose rizike, nesigurnost pa i haos mnogim kompanijama, industrijama i uopšte celokupnom tržištu. „Turbulencija je nova normalnost koja je isprekidana povremenim i naizmeničnim blagostanjem i silaznim stanjima, što uključuje proširena silazna stanja koja znače recesiju ili čak depresiju. Sama turbulencija ima dva osnovna učinka. Jedan je ranjivost, zbog koje kompanije moraju razviti obrambeni oklop. Drugi je prilika, koju treba iskoristiti“⁶⁰.

Prema Kotleru, prilika je prisutna kad jedna kompanija ne reže ključne troškove, dok je njena konkurencija prisiljena da to učini.

Na Konferenciji održanoj u Beogradu sa temom *Kriza je izazov – kako se takmičiti i pobediti*, govorio je o uobičajenim greškama koje se čine kada ekonomska kriza uslovi i ekonomsku nesigurnost. U pokušaju suočavanja i borbe sa krizom uglavnom dolazi do masovnih otpuštanja ljudi, od kojih su mnogi jako talentovani i bitni za kompaniju, smanjuju se ulaganja u razvoj tehnologija i proizvoda i tako prepušta da sama situacija upravlja poslovanjem. Sve to dovodi do kratkoročnog oporavka, ali i dugoročnog gubitka.

„Neretko se onda postavlja pitanje u čemu su strateške greške menadžera? U srži tradicionalnog pristupa strategiji leži pretpostavka da primenom seta moćnih analitičkih alata rukovoditelji mogu predvideti budućnost dovoljno precizno da odaberu za sebe jasan strateški smer. Kada je budućnost istinski turbulentna i doseže visoke razine haosa, takav pristup je u najboljem slučaju tek marginalno koristan, a u najgorem slučaju je uistinu opasan. Kotler predlaže Upravljački sistem Haotika, kao rešenje u borbi protiv kriznog perioda. Upravljački sistem Haotika pomaže menadžerima da ponovo promisle celokupni pristup upravljanju i marketingu tokom recesije i u drugim turbulentnim uslovima, pa između ostalog i kako razviti sistem za rano upozoravanje i identifikovanje prvih znakova promena, među koje spadaju i razorne inovacije i šokovi; stvoriti detaljne najgore, najbolje i najočekivanije scenarije korišćenjem strategija za suočavanje sa svakim od njih; strateški rezati troškove ili povećati produktivnost; osigurati tržišni udeo u temeljnom potrošačkom segmentu; proformulisati strateško planiranje u kraće, tromesečne cikluse kako bi se lakše

⁶⁰ www.zika.rs/index.php?option=com_content...kriza, posećeno: 6.4.2013.g.

pratio puls kompanije i sprečiti potencijalno katastrofalne posledice napuštanja temeljnih načela⁶¹.

U odgovoru na pitanje kako predvideti ili ublažiti ekonomsku krizu na poslovanje neophodno je analizirati faktore koji nepovoljno mogu uticati. Na primeru predviđanja npr. razvoja turizma kao privredne delatnosti u vreme ekonomske krize, a pozivajući se na Izveštaj UNWTO, Unković, daje pregled nepovoljnih faktora koje treba imati u vidu, a koji se mogu primeniti za bilo koju oblast privrede. To bi bili: finansijska kriza; globalna ekonomska recesija; stagnacija i smanjenje društvenog proizvoda i raspoloživog prihoda stanovništva u najvećem broju privredno razvijenih i zemalja u razvoju; izrazito povećanje broja nezaposlenih u privredno razvijenim zemljama sveta (6,5% prosek, u zemljama Evrozone 8,3%, Francuskoj 8,0%, Nemačkoj 8,3%, Španiji 14,7%, SAD 6,9%, itd.), ali i u zemljama u razvoju; nedostatak poverenja; socijalni problemi; psihološki nepovoljna situacija zbog delovanja prethodno pomenutih faktora, i dr⁶².

Kada se bolje pogleda akcenat ublažavanja i u krajnjem slučaju izlaska iz krize je podizanje nivoa konkurentnosti. Kako turbulentna vremena zahtevaju brojne promene, i strateške i taktičke, ono što je postalo imperativ budućeg poslovanja u svakom smislu jeste predviđanje sa spoznajom da je konkurentna prednost sve kraćeg veka. Ne mora da znači da će neka kompanija koja danas ima izvesnu prednost u odnosu na konkurente, istu i zadržati. U vremenu globalizacije, tehnoloških promena i inovacija, dostupne komunikacije i dr. razmena informacija širom sveta odvija se neverovatnom brzinom. To samo potvrđuje činjenicu da je bitno uhvatiti priliku i biti brz u njenom ostvarenju, i samo tako pobediti u trci protiv ekonomske krize i turbulentnih vremena.

Sagledavanje pitanja konkurentnosti podrazumeva i razlikovanje dva osnovna koncepta. Jedan je mikro konkurentnost – konkurentnost preduzeća koja se temelji na relativnim cenama i kvalitetu proizvoda, u odnosu na ponudu drugih proizvođača, a drugi makro konkurentnost, čiji se temelj izgrađuje tako da zemlja rastom izvoza robe i usluga pokriva uvoz i istovremeno doseže

⁶¹ http://www.zika.rs/index.php?option=com_content&view=article&id=168:kriza-je-izazov&catid

⁶² <http://www.singipedia.com/content/229-Medunarodni-turizam-u-uslovima-ekonomske-krize-sa-posebnim-osvrtnom-na-Jugoistocnu-Evropu>

faktorske dohotke, sa kojima može “konkurisati” dohocima zemalja sa kojima se dominantno odvija njena spoljnotrgovinska razmena.⁶³

Kao što je rečeno konkurentnost na nivou preduzeća se danas sve više bazira na niskim troškovima (racionalizacija proizvodnje uz korišćenje efekata ekonomije obima) i na diferenciranju proizvoda (velika ulaganja u istraživanje, nove tehnologije, razvoj, marketing). Po Kotleru to je pogrešno jer postoje brojni primeri u praksi koji govore suprotno. Naime, mnoge kompanije danas uspevaju da budu superiorne – i kada je u pitanju diferencijacija proizvoda na izabranom ciljanom segmentu i kada je u pitanju niska cena. Primer koji to dokazuje je kompanija Procter and Gamble koja nije samo dobra marketinški orijentisana kompanija koja obezbeđuje jedinstvenost proizvoda, već je i vrlo ekonomična kada je reč o strukturi proizvodnih troškova⁶⁴. Ono što je važno za ovu kompaniju je važno i za brojne druge, a odnosi se na spoznaju da je konkurentnost do te mere izražena da je jedini način uspešnog opstajanja prepoznavanje značaja marketinga kao procesa koji je dinamičan koji je u službi tržišta, a ovo je opet podložno ekspresnim menjanjima. Po rečima Kotlera, „zamišljanje tržišta kao fiksiranog nepromenljivog modela je izuzetno korisno, ali nas ono istovremeno zaslepljuje i ograničava u traženju i otkrivanju novih mogućnosti, a to može značiti i propuštene prilike.“⁶⁵

Uvodeći pojam lateralnog marketinga, Kotler daje smernice za povećanje konkurentnosti osvajanjem globalnog tržišta. Po njemu, lateralni marketing (oslanjajući se na vertikalni), „restruktuiru postojeću informaciju i kreće se od konkretnog ka globalnom pomoću manje selektivnog, a više istraživačkog, provokativnog i kreativnog mišljenja“⁶⁶, što svakako podiže nivo spoznaje o idejama i mogućnostima osvajanja tržišta.

S druge strane, rast produktivnosti i transformacija ekonomskog rasta u rast standarda stanovništva bi trebalo da bude imperativ nacionalne strategije konkurentnosti. Obezbeđivanjem nacionalne konkurentnosti bi se svakako obezbedila i mikrokonkurentnost jer bi postojao stimulativan i podsticajan makroekonomski i poslovni ambijent.

⁶³ Presnal, A. *Konkurentnost privrede Srbije 2006*, Jefferson Institue, Beograd, 2006, str. 25.

⁶⁴ Kotler, F., *Kako kreirati, upravljati i dominirati tržištem*, Adižes, Novi Sad, 2003, str. 73.

⁶⁵ Kotler, F. *Lateralni marketing*, Graph style, Novi Sad, 2005.g., str.43

⁶⁶ Isto, str. 79

Zbog činjenice da se svet sve brže razvija, menja cikluse brže nego ikad pre, ali i činjenice da nalazimo u turbulentnom vremenu kada se više ne može očekivati povoljno razdoblje koje će trajati godinama, sva teorijska i praktična znanja zahtevaju usvajanja novih, prije svega, načina razmišljanja karakterističnih upravo toj novoj normalnosti – dobu turbulencije, kriza, promena. To dalje implicira potrebu za promenom u načinu današnjeg poslovanja jer je za velike i mnogo češće šokove na tržištu potrebno novo viđenje sveta i novi okvir ponašanja u njemu. Brzina promena i jačina šoka veći su nego ikad, što nije bilo u prošlosti, a postalo je nova realnost. Današnje doba sa svojom tamnom stranom sadržanom u povećanju nivoa rizika i nesigurnosti paradoksalno nudi brojne prednosti za poslovanje. Suština je u realnom, razboritom i opreznom planiranju strategije kao i prilagođavanje strateškog ponašanja kriznim uslovima poslovanja. To se zasigurno ne može postići tradicionalnim planiranjem osiguranja od rizika jer iako postoje rizici koji se mogu predvideti ili bar ublažiti, upravo zbog kriznih vremena postoje i oni koji su nepredvidivi i za koje, u krajnjem slučaju, nemamo empirijska rešenja. Pogrešne strateške odluke na turbulencije mogu biti opasne pa čak fatalne za poslovanje.

U Izveštaju „Globalni trendovi 2025“ koju je 2008. godine doneo U.S.: U. S. Office of The National Intelligence Council donet je predlog o podsticanju na strategijsko razmišljanje o budućnosti, pri čemu se ne pokušava predviđanje budućnosti, već opisivanje pokretača i takvog razvoja koji će izvesno oblikovati događaje u svetu. Prema tom dokumentu, svet će se u „doglednoj budućnosti suočiti s trajnim poremećajima, turbulencijama, haosom i nasiljem“⁶⁷.

⁶⁷ http://www.acus.org/files/publication_pdfs/3/Global-Trends-2025.pdf, posećeno 2.4.2013.

7. SPECIFIČNOSTI REAGOVANJA ZEMALJA NA GLOBALNU FINANSIJSKU KRIZU

Novi izveštaj Evropske centralne banke (ECB), pokazuje da čak i zemlje "sigurna utočišta" mogu biti neotporne na finansijske rizike evro krize, prenosi Euobserver. Stručni rad ekonomiste Evropske centralne banke Livija Strača, (Livio Stracca), objavljen avgusta 2013. godine, pokazuje da je profitabilnost finansijskih kompanija skakala gore ili dole u ključnim trenucima krize od januara 2010. do maja 2013. godine, čak i u zemljama kao što su Nemačka ili SAD, gde su državne obveznice ostale zdrave. Po njemu su „negativni krizni događaji izazvali "averziju prema riziku" na globalnim tržištima, ugrožavajući zemlje u razvoju i izazivajući pad vrednosti evra. Negativni događaji su proizvodili odustajanje investitora od obveznica iz krizom pogođenih zemalja kao što su Grčka, Irska, Italija, Portugal i Španija i usmeravanje svojih ulagačkih aktivnosti ka Nemačkoj, Japanu, Švajcarskoj, Velikoj Britaniji ili SAD. Autor je opisao krizu kao "eksperiment globalnog prenošenja šokova, reagovanja i preliivanja uticaja, " i rekao da šteta učinjena profitu nemačkih banaka ukazuje na značaj međusobne umreženosti banaka – tzv. suvereni dug, koji je "u središtu dužničke krize u evrozoni". On je napomenuo da su stabilna privreda u nekim zemljama ili njihov povoljan odnos duga i BDP- faktori od male važnosti kad je reč o zaštiti sopstvenih banaka od propadanja, ali da s druge strane "realna" ekonomska povezanost sa zemljama u krizi igra značajnu ulogu“.⁶⁸

U narednom izlaganju rad se bavi stanjem u pojedinim zemljama i načinom njihovog suočavanja sa globalnom ekonomskom krizom. U pitanju su Ekvador, Jamajka, Grčka, Argentina i Rusija.

⁶⁸ http://www.kombeg.org.rs/aktivnosti/udr_fin_org/Detaljnije.aspx?veza=9492

7.1. Primer Ekvadora

Privreda Ekvadora je u teškoćama najviše zbog ratova koji su vođeni u XX veku i zbog kojih je oslabljena ušla u suočavanje sa globalnom krizom. Iako je privreda bazirana na izvozu nafte Ekvador uvozi benzin jer nema dovoljan broj rafinerija za njenu preradu. Najvažniji proizvodi ove zemlje su: ulje, banane i šećer⁶⁹. Godine 2000-te. Ekvador je imao snažan nalet krize koja je dovela do uvođenja USD dolara kao državne monete umesto ekvadorskog sucrea.

Ekvador pripada grupi zemalja u razvoju koje se nazivaju i „zemlje izvoznice nafte“; a koju još čine i Venecuela, Iran, Irak, Kuvajt, Libija, Saudijska Arabija, Ujedinjeni Arapski Emirati. Ove zemlje su članice grupe „OPEC“ (Organisation of Petroleum Exporting Countries), koju čini još nekoliko zemalja u razvoju, a koje zajedno imaju oko 80% svetskih naftnih rezervi i proizvode oko 50% sirove nafte u svetu. Zbog zasnovanosti njihovih privreda na proizvodnji i izvozu ovog strateškog proizvoda, njihov ekonomski položaj u svetskoj privredi se cesto razlikuje od ostalih zemalja u razvoju, ali je ipak podložan fluktuacijama u količini i ceni nafte na svetskom tržištu.

Agencija Moody's je podigla dugoročni rejting obveznica vlade Ekvadora sa CAA2 na CAA1 sa stabilnim izgledima, pošto je to ranije učinila i agencija Standard i Poor's. Prema proceni agencije Moody's, Ekvador je se i dalje izuzetno nisko kotira, ali je i sve sposobniji da pronađe izvore finansiranja. Moody's je zasnovao poboljšanje rejtinga Ekvadora delimično na "kapacitetu vlade da obezbedi pristup novim inostranim investicijama (na primer iz Narodne Republike Kine) posle proglašavanja nesolventnosti 2008". Dobro stanje ekonomije navelo je bonitetne agencije Standard i Poor's da početkom juna poboljšaju dugoročni dužnički rejting Ekvadora sa B- na B. Ta država kod agencije Fitch ima rejting B-, takođe sa stabilnim izgledima. Ekvador se isključio sa tržišta kapitala pošto nije uspeo da servisira dug od 3,2 milijardi američkih dolara u globalnim deonicama pre gotovo četiri godine. Moody's je zabeležio da je Ekvador nastavio da servisira sav svoj dug. Od tada je Ekvador svoje potrebe

⁶⁹<http://www.netsrbija.net/-ekvador.html>, posećeno 12.06.2013.

za finansiranjem zadovoljavao bilateralnim kreditnim sporazumima, u najvećoj meri sa Kinom, sa kojom je potpisala ugovore o kreditima vredne preko 2,5 milijarde dolara. Po izjavama sadašnjeg predsednika Rafael Correa njegova vlada pregovara sa bankom iz NR Kine o novom zajmu od 1,7 milijardi dolara. Ekvador, sa preko 15 miliona stanovnika koji žive na više od 283.000 kvadratnih kilometara, je najmanja članica Organizacije zemalja izvoznika nafte (OPEK), vodeći izvoznik banana u svetu, kao i značajnih količina kafe, rakova, kakaa i cveća. Centralna banka Ekvadora je snizila prognoze o privrednom rastu za 2012. sa 5,4 odsto na 4,8, posle većeg od očekivanog usporavanja u prvom kvartalu, delimično zbog nižim prihoda od nafte.⁷⁰

Iako su spoljni posmatrači očekivali da će Ekvador biti strašno pogođen nedavnom globalnom krizom pogotovo što su mu osnovni izvori sredstava izvoz nafte i remnencija iz inostranstva s jedne strane, zatim nepostojanje sopstvene valute kao i ograničene mogućnosti vlade da reaguje. Međutim umesto dugotrajne i duboke recesije Ekvador je izgubio samo 1.3 odsto BDP-a tokom tri kvartala kontrakcije. Nakon četiri dodatna kvartala privreda se vratila u nivo proizvodnje pre recesije, a dve godine nakon recesije je dostigla svoj 20-godišnji trend rasta.

Postavlja se pitanje kako je Ekvador uspeo da se sa relativno malo šteta i tako brzo oporavi od recesije. Prvenstveno je vlada postupila odlučno i kreativno i pristupila je podsticanju privrednog rasta u uslovima tzv. dolarizacije, a istovremeno je proširivala socijalnu potrošnju. Implementirajući fiskalni stimulans kroz pomoć za stambene programe ljudima sa niskim primanjima, čime je za tri godine duplirala iznos od stambenog finansiranja.

Osim toga, proširila je svog glavni novčani transfer program pod nazivom „*Bono de Desarrollo Humano*“ i na sve one porodice koje nisu bile obuhvaćene. Pri svemu tome angažovane su privatne banke kao finansijske institucije privatnog sektora za raspodelu sredstava, čime je izbegnuto ograničavanje na birokratiju i potrebno vreme za realizaciju.

U pogledu monetarne politike vlada je insistirala na niskim kamatnim stopama, povećanju likvidnosti i obavezi banaka da najmanje 45% svojih rezervi drže u Ekvadoru.

⁷⁰<http://www.slobodnaevropa.org/archive/news/20120926/500/500.html?id=24720231>

Osim toga, ubrzano je i povećano finansiranje obrazovanja i taj procenata se gotovo udvostručio u odnosu na procenata BDP-a između 2006. i 2009. godine

Kao rezultat toga, nivo siromaštva i nezaposlenosti je opao u odnosu na nivoe pre i tokom recesije, dok je upis u školu porastao: Naime, na vrhuncu recesije siromaštvo je sa 36% opalo na 28,6%. Pre recesije najniži nivo je bio 35,0 odsto. Urbano siromaštvo smanjeno je sa 25,5 na 17,4 odsto, što je poboljšanje u odnosu na nivo pre recesije rekordnom minimumu od 22,0 odsto. Zatim, nezaposlenost je pala sa 9,1 na 4,9 odsto, a upis u škole je izuzetno porastao, posebno u predškolskom nivou gde je upis sada obavezan u uzrastu do pet godina. Ali je čak i na srednjoškolskom nivou, bruto upis skočio preko 10 procenata u dve godine, od 69,0 odsto u 2007 na 80,4 odsto u 2009. godini.

Istraživanje Centra za ekonomska i politička istraživanja (CEPR) je bilo usmereno na ispitivanje uspeha Ekvadora u načinima izlaska iz ekonomske recesije sa posebnim osvrtom na smanjenje siromaštva i nezaposlenosti.

Rezultati istraživanja objavljeni u Vašingtonu u maju 2012. godine⁷¹ pokazuju da je Ekvador doživeo snažan napredak u ključnim ekonomskim, socijalnim i zdravstvenim pokazateljima od 2007, sa izuzetnim oporavak od globalne recesije u 2009. godini.

Kroz koncesione kredite, koristeći bankarsku regulativu i ojačavajući vrednost dolara u zemlji, podržavajući programe novčanih transfera domaćinstava sa niskim prihodima, čime se povećala javna potrošnja, vlada Ekvadora sprovodi politiku koja je omogućila zemlji, kako se navodi, da izađe iz globalne recesije još jača nego pre nje.

⁷¹Rebecca Ray&Sara Kozameh,*Ecuador's Economy Since 2007*,Center for Economic and Policy Research, Washington, 2012.godine

U narednoj tabeli je dat originalni prikaz rasta BDP-a u Ekvadoru za period od 2004. do 2011. godine⁷².

TABLE 1 Ecuador: GDP by Industry and Expense Category, Annual Percent Growth								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Overall GDP	8.8	5.7	4.8	2.0	7.2	0.4	3.6	7.8
By Industry:								
Agriculture ¹	0.2	0.8	5.1	4.1	5.4	1.5	-0.2	5.9
Commerce	0.6	0.9	5.1	3.2	6.6	-2.3	6.3	6.3
Construction	0.3	0.6	3.8	0.1	13.8	5.4	6.7	21.0
Manufacturing	0.4	1.2	7.1	4.9	8.1	-1.5	6.7	6.9
Mining, Extraction, and Refining	6.3	0.1	3.1	-7.7	1.0	2.4	-2.5	4.3
Public Administration ²	0.1	0.1	2.8	5.9	14.6	5.4	0.5	2.4
Transportation and Warehousing	0.2	0.2	5.2	3.1	5.4	3.7	2.5	6.1
Other Services ³	0.9	1.4	5.8	6.0	7.1	1.7	5.4	9.3
Other ⁴	0.9	0.5	3.5	4.7	11.8	-1.5	4.7	5.9
By Expense Category:								
Private Consumption	4.6	7.2	5.4	3.7	6.9	-0.7	7.7	5.9
Government Consumption	3.6	3.5	3.7	6.1	11.5	4.0	1.4	4.1
Gross Fixed Capital Formation	4.9	10.9	3.8	2.5	16.1	-4.3	10.2	12.3
Exports	15.1	8.6	8.8	2.3	3.3	-5.9	2.3	8.2
Imports	11.4	14.1	9.1	7.9	9.9	-11.6	16.3	0.7
Notes: Source: Banco Central del Ecuador (No date – a). ¹ Agriculture also includes livestock, hunting, forestry, and fishing. ² Public administration also includes defense and social security. ³ Other Services include hospitality, communications, rental housing, business and household services, education, and health. ⁴ Other includes electricity and water provision, finance, and private households with domestic staff.								

Vlada se kako je istaknuto borila protiv recesije na dva osnovna načina: kroz ekspanzivnu fiskalnu politiku - uključujući i investiranje u stambenu izgradnju, kontrolišući monetarnu politiku kroz niske kamatne stope i ograničavajući da bankarske rezerve mogu da se iznesu iz zemlje.

Povećanje stimulacije BDP-a na oko 5% sastojalo se od tri glavne inicijative: korišćenje novih kreditnih politika usmerenih na jačanje ekonomije kroz pomenute stambene kredite ali i kroz tzv. humanog-mikrokreditni program „Credito de Desarrollo humano“ za socijalno najugroženiju populaciju. Rezultat ovoga je pad siromaštva za oko jednu četvrtinu u

⁷²<http://www.cepr.net/index.php/publications/reports/ecuadors-economy-since-2007>, posećeno 18.11.2012.

poslednjih pet godina. Urbano siromaštvo je opalo za oko trećinu, za 17,4 odsto od sredine 2009 do danas (odnosno za 22 odsto u odnosu na period pre recesije). Ruralno siromaštvo je takođe opalo za 50,9 odsto do kraja 2011, nakon rasta od 59,7 odsto do 58 tokom recesije.

Ovo smanjenje siromaštva je u značajnoj meri pomogla i širenju programa „Bono de Desarrollo humano“ (BDH), koji je uslovio poboljšanje ekonomskog stanja samohranih majki dece ispod 16 godina i osoba iznad 65 godina starosti čime su i izdaci za socijalnu pomoć smanjeni za 40%.

Nedavne studije su takođe otkrili značajne pozitivne efekte na zdravlje i obrazovanje dece iz porodica sa lošim materijalnim stanjem. Između 2006 i 2009, vladina ulaganja u obrazovanje i dupliranje BDP-a sa 2,6 do 5,2 odsto povećala su i socijalnu potrošnju, što je dalje uslovilo i osiguravanje sredstava koji su se usmeravali na socijalne programe za decu, porodicu, bezbednost hrane, razvojne programe i izgradnju i održavanje društvenih centara.

Edukacija kao i pristupačnost obrazovanja za siromašnu decu je takođe povećana kroz eliminaciju školarine, kao i ponudu besplatnih doručaka, školskih materijala i uniformi.

Trenutno je nezaposlenost 4,9 odsto i taj trend smanjivanja je počeo od 2007. godine. Najniža plata je u proteklih pet godina povećana za 40 procenata.

Napredak Ekvadora je posebno impresivan obzirom na ogroman pad prihoda od izvoza u poslednjih nekoliko godina. Naime u periodu između 2008. i 2009. godine prihodi od izvoza robe, pogotovo nafte i poljoprivrednih proizvoda, su opali za 25%⁷³.

⁷³<http://www.commondreams.org/newswire/2012/05/02-0>, posećeno 12.11.2012.

7.2. Primer Jamajke

Studija centra za ekonomska i politička istraživanja (CEPR) iz Vašingtona, objavljena maja 2011. godine, razmatra iskustva Jamajke tokom globalne ekonomske krize, njenu visinu zaduženosti, kao i trenutni dogovor sa Međunarodnim monetarnim fondom (MMF). Ekonomski i društveni napredak Jamajke je bio osujećen zbog tereta neodrživog duga čak i posle njegovog restrukturiranja 2010. godine⁷⁴.

Zaključak dokumenta je da su državni ekonomski i socijalni napredak veoma podbacili i to pod pritiskom neodrživog javnog duga zemlje toliko da i pored restrukturiranja duga u 2010 godini ovaj pritisak ostaje neodrživ i jako štetan po ekonomiju. Prociklične makroekonomske mere primenjene u skladu sa MMF aranžmanom takodje su naškodile jamajkanskom nedavnom i trenutnom ekonomskom prospektu.

Kao jedna od najzaduženijih zemalja na svetu sa bruto javnim dugom od 129 procenata bruto domaćeg proizvoda (BDP-a) za fiskalnu 2009/10 godinu, Jamajka je preopterećena servisiranjem duga i to iz razloga količine duga kao i jako visokim kamatama. U zadnjih pet godina državne otplate duga su u proseku iznosile 13 procenata BDP ili 49 procenata državnog budžeta. Tokom fiskalne 2009/10 godine taj procenat je bio čak i viši i dostigao je 17 % BDP-a ili 64% budžeta.

Rastući javni dug nadmašio je skoro sve ostale delove javne potrošnje, a naročito javne rashode u obrazovanju i infrastrukturnim projektima, koji su stagnirali u zadnjih 18 godina i iznosili su samo 3 posto BDP-a za fiskalnu 2009/10 godinu. Ovakvo odsustvo investicija predstavlja i najveći problem za Jamajkanski dugoročni razvoj, kao što i možemo da vidimo iz jako sporog per capita rasta BDP-a u zadnjih 20 godina koji je iznosio u proseku manje od 07% na godišnjem nivou. Ovo je takodje bilo vidljivo u državnom neuspehu da napreduje ka Milenijumskim Razvojnim Ciljevima, kao i u padu socijalnih indikatora kao što su statistički podaci o programima za otkrivanje i lečenje tuberkuloze ili procenat pohađanja osnovnog obrazovanja.

⁷⁴<http://www.normangirvan.info/wp-content/uploads/2011/05/cepr-jamaica-study.pdf>, posećeno 14.11.2012.

Ova studija se dalje bavi pregledom Jamajkanske makroekonomske politike u vreme globalne ekonomske krize i zaključak je da državni odgovor na krizu nije bio odgovarajući, a da je čak i produbio krizu. Takođe u njemu su naglašeni i detalji vezani za sadašnji MMF aranžman koji je jako procikličan i uključuje mere kao što su povećanje poreza i duboki rezovi u javnoj potrošnji. Ova potreba za fiskalnim zatezanjem (rezovima) u vreme kada je državna ekonomija jako slaba pretila da ugrozi Jamajkanski oporavak i da dodatno pogorša problem javnog duga.

Nedavna inicijativa od strane države nazvana *Jamaica Debt Exchange (JDX)* (jamajkanski reprogram duga), koja je uvedena 2010 godine kao mera restrukturiranja državnog duga, učinila je jako malo da bi se država oslobodila jednog dela tereta. Iako je uspela da donekle smanji prosečne kamate na domaći dug, u suštini problem je ostao gorući. Restrukturiranje je takođe ostavilo skoro polovinu duga da dođe za naplatu u narednih od jedne do pet godina. Ovaj problem je izložio Jamajku potencijalnom problemu u vreme refinansiranja, a koji bi lako mogao da izbriše sve ono što su fiskalne mere uspele sa reprogramom duga.

Takođe MMF je u svom aranžmanu stavio poseban naglasak za potrebnim detaljnim predstavljanjem plata u javnom sektoru. Ova mera može da ima negativne posledice na zemlje u razvoju koje imaju potrebu da povećaju svoje izdatke u sektorima kao što su zdravstvo i obrazovanje. Naponi da se uvede platni program za javni sektor povećali su pritisak na Jamajkanski zdravstveni sektor doprinoseći neizvesnosti u odnosu i plaćanju zdravstvenih radnika. Ovo je jako veliki problem posebno na Jamajci koja se bori da zadrži obučeno i kvalifikovano zdravstveno osoblje u zemlji.

7.3. Primer Grčke

Grčka ekonomija je decenijama funkcionisala kao relativno zatvorena ekonomija, sa karakteristično velikim javnim sektorom, prihodom koji je, uglavnom, poticao od usluga (npr. turizam, brodovlasništvo i sl.), padom industrijske proizvodnje i izvoza, kao i sa primarnom domaćom potrošnjom. Vremenom je u Grčkoj došlo do velikog budžetskog deficita, javnog duga i deficita tekućih transakcija, uz pad konkurentnosti. Istovremeno su odlagane neophodne strukturne reforme poreskog i penzionog sistema, tržišta rada i drugih važnih oblasti. Ovi duboko ukorenjeni problemi grčke ekonomije posebno su došli do izražaja tokom globalne ekonomske krize, što je i dovelo do aktuelne situacije.

Ogromna sredstva dobijena od bespovratnih kredita i pomoći EU, ali i bankarskih klasičnih kredita i pozajmica, Grčka je koristila za ulaganja u modernu i neophodnu infrastrukturu (savremene skupe autoputeve preko teškog terena, velelepne i skupe mostove, rekonstrukciju luka i skladišta i drugo), ali i izgradnju modernih stadiona i sportskih hala i objekata briljantne arhitekture, kao i organizaciju Olimpijskih igara i druge manifestacije. Reklo bi se: to je nešto što ostaje Grčkoj zauvek, što doprinosi razvoju turizma kao glavne privredne grane, razvoju sporta i poboljšavanju međunarodnog imidža Grčke i sl. Ali je činjenica da pobrojana skupa infrastruktura, iako je nužna, uopšte ne vraća ili vraća na dugi rok uložena sredstva, koja se sa kamatom moraju otplaćivati međunarodnim bankama, ne stvara brzo dodatni dohodak, pa ni nova radna mesta, ne oplođuje tako brzo ili uopšte uloženi pozajmljeni kapital. Iako je značajno za moderni turizam, ipak ne stvara novu vrednost u kraćim periodima, a dug se nagomilava i mora se vraćati uvećan za kamate poverilaca. Grčkajeočiglednomoralamnogopažljivijedapozajmljujeiskromnijedatrošitasredstva⁷⁵. Osim toga, Grčku su, u dužem periodu, zadesile prirodne i druge nepogode koje su nanele velike štete objektima, privredi, infrastrukturi i iziskivale velike troškove za naknadu štete i obnovu uništenog.

⁷⁵Prvulović VB, Vučković VM. *Od sjaja do očaja - kriza države i pouke iz Grčkog i Irskog slučaja*. Srpska politička misao. 2011; (1), str. 261-279.

Osim toga, dugotrajna suša, šumski požari leti, poplave u zimskom periodu, naneli su velike izdatke za rešavanje ovih problema i pokrivanje gubitaka. Štete izazvane, demonstracijama i brojnim protestima, uz gubitak radnih sati, ali i uz uništavanje javnih objekata Molotovljevim koktelima, lomovima i pljačkanjima radnji, čak i sa ljudskim žrtvama, samo su dodali štetu na probleme namerno izazvanih ili požara usled visokih letnjih temperatura i usled nepažnje turista i domaćeg stanovništva. Sve je to moralo da se plati i nadoknadi, i prevremeni odlazak turista i nadoknada štete.“⁷⁶

Procenjuje se da Grčka ima deficit od 300 milijardi evra, te da će plate, u roku od tri godine, spustiti na nivo do pre deset i više godina, da će cene neminovno rasti i u skladu sa tim padati standard.

U drugoj fazi globalne finansijske krize dolazi do tzv. slučaja Grčke, koji je inicirao rasprave o evropskom monetarnom fondu. Usled preterane potrošnje u periodu lakih kredita, nekoliko zemalja članica Evrozone bori se sa implozijom konstrukcija finansiranih kreditima i preteranom potrošnjom. Međutim, Grčka je najslabija među slabim karikama, s obzirom na visinu javnog duga, budžetskog deficita Vlade, velikog spoljnog deficita i gubitka kredibiliteta zbog ponovljenih prevara pri dostavljanju izveštaja o budžetu. Stanje u Grčkoj, i posebno mogućnost njenog „izlaska“ iz Evrozone, i dalje pleni pažnju investitora i analitičara.

Procene nisu optimističke jer investitori ne veruju previše u evropske napore da se ekonomska kriza u Grčkoj sanira. Mnogi i dalje sumnjaju da opasnost od bankrotstva nije isključena i da će Grčka morati da napusti Evrozonu i vrati se nacionalnoj valuti, drahmi. Stoga su predstavnici „trojke“ (Evropska komisija, MMF i Evropska centralna banka) uradili, sredinom juna 2010. godine, analizu stanja finansija i načine sprovođenja reformi, pred isplatu sledeće tranše kredita.

Kad je reč o uslovima koje je trebalo ispuniti oni su pretpostavljali uštedu od 45 milijardi evra u periodu od 2010. do 2013. godine, kako bi se budžetski deficit smanjio za celih 11 odsto. Međutim, inflacija je porasla na 5,4 odsto odmah posle uvođenja novih poreza: 16,9 za alkohol i cigarete, 20,3 odsto u grupi transporta koja obuhvata cene automobila, cene na naplatnim rampama, rezervne delove, benzin i dizel. Za 3,2 odsto su porasle cene u kafeima i restoranima, gde su i do sada bile visoke, a za 3 odsto je skuplje i obrazovanje,

⁷⁶Isto, str. 273

privatne škole, škole stranih jezika, itd. Grčka, mora proći težak proces prilagođavanja vladinih finansija i spoljne konkurentnosti, da bi pozicija njioveznicog javnog duga ponovo postala održiva. Međutim, s obzirom na intenzivan pritisak finansijskih tržišta, u nekim slučajevima deluje malo verovatno da će podešavanje fiskalnog programa biti dovoljno da se izbegne „iznenadno kočenje“ neophodnog spoljnog finansiranja javnog sektora⁷⁷.

Brojni finansijski analitičari se slažu da je grčko zaduženje u jednoj od najvećih američkih banaka Goldman Sachs bila „skupa greška od samog početka koja je postupno vodila eskalaciji dužničke krize“. Po navodjenju Agencije Bloomberg⁷⁸ „serija tajnih zajmova grčkoj vladi bila je samo uvod u kasnije mahinacije u skrivanju pravog iznosa grčkog javnog duga kako bi se zavarale bonitetne agencije“.

Godine 2001-e Grčka je banci već bila dužna oko 600 milion evra i tada je uzela dodatan zajam od 2,8 milijardi evra, a već 2005. godine dug se popeo na iznos od 5,1 milijardom dolara. Tada su prvi put izneti detalji akcije maskiranja javnog duga.

Grčka je primer na koju opasnost bivaju izloženi klijenti koji se upuštaju u kompleksne trgovine gde se ne vodi računa o stanju na tržištu i čiji prinosi, kamate i ročnost nisu poznati. Banke, zbog visoke dobiti, pristaju na rizičan posao te je tako i Goldman Sachs zaradio na grčkom dugu 2001. godine 600 miliona eura ili 12% godišnje zarade. Naime, banka je zamenila starije grčke obveznice u dolarima i jenima za nove euro obveznice. Posao je proknjižen po istorijsko niskim kursovima kako bi se činilo da je ukupan dug smanjen. Primenjene su i raze za zamenu koje nisu bile ni približne tržišnim što je davalo lažnu sliku da je ukupan nominalni dug smanjen. Kada je u zemlji eskalirala dužnička kriza, cena zamene i reprogramiranja obveznica na tržištu skočila je na 15 milijardi evra, što je nekoliko puta viši iznos od iznosa dugovanja, a to je itekako odgovalo poveriocu.

Grčka je izvršila zamenu duga, a te valutne zamene su omogućile banci Goldman Sachs da po istorijski niskim kursovima, preko noći, „sakrije“ dva odsto grčkog duga. U

⁷⁷Petrović P, Živković A. Finansijska kriza i formiranje Evropskog monetarnog fonda - treba li menjati evropski sporazum. *Međunarodni problemi*. 2010; 62(4):585-601.

⁷⁸Agencija Bloomberg – je jedna od najvećih poslovno – tehnoloških medijska kuća koja se bavi istraživačkim novinarstvom. U pitanju je poslovno novinska organizacija, smeštena u Njujorku čiji je osnivač Michael Bloomberg koji je pokrenuo u početku malu firmu koja je izrasla u vodeći svetski poslovni brend s više od 13.000 zaposlenih i godišnjim prihodima koji premašuju 7 milijardi američkih dolara.

periodu od 2001. do 2005. godine, kada su počeli da rastu prinosi na grčke obveznice, dug banci Goldman Sachs se udvostručio.

Zbog dužničke krize Grčka je 2012. godine od Evropske unije ponovo dobila tzv. drugi paket spasa u iznosu od 130 milijardi evra. Ukupan dug Grčke sada premašuje 160 posto BDP-a i iznosi 305 milijardi dolara.

7.4. Primer Argentine

Argentina kao treća ekonomija Latinske Amerike, je bila 2012. godine druga zemlja sa rastućom ekonomijom u svetu, dok je 2011. po istom kriterijumu proglašena za zemlju broj jedan. Privredni rast Argentine za 2012. je bio šest odsto, dok je proteklih godina dostizao cifru i od osam odsto godišnje.

Argentina je zemlja koja je 2001. proglasila bankrotstvo uz dug od 140 milijardi dolara. Tada su usledila dva plana o merama štednje koje propisao Međunarodni monetarni fond (MMF). Zahvaljujući ekonomskim reformama uspela je da, za svega desetinu godina, dostigne privredni rast vodećih ekonomija u usponu poput Kine, Indije i Brazila.

Pozitivni rezultati podstaknuti su velikim izvozom žitarica i potrošnjom domaćinstva stimulisanom ekonomskom i socijalnom politikom sadašnje vlade i aktuelne predsednice Cristine Fernández de Kirchner. Njena administracija je izradila program socijalne pomoći za podsticanje potrošnje stanovništva, što je podstaklo rast prodaje na malo za 25 odsto godišnje. Aktuelna vlada je uspela da putem mera podrške i modernizacije industrije poveća produktivnost, a zahvaljujući privrednom rastu svakih 16 minuta u Argentini se proda po jedan automobil domaće proizvodnje. Automobilaska industrija u zemlji povećana je od 2003. do 2012. godine za 140 odsto, i otvoreno je više od 130.000 radnih mesta.

Argentina kao jedna od najbogatijih zemalja sa prirodnim resursima poseduje ogromne rezerve litijuma koje se sve više eksploatišu. Zemlja planira i proizvodnju električnih litijumskih vozila. Vlada planira da u periodu od 2016. do 2020. povećava poljoprivrednu proizvodnju za 60 odsto i da taj način preuzme ulogu najvećeg proizvođača hrane u svetu. Izvoz sirovina je na zavidnom nivou zahvaljujući izvozu u Kinu, Indiju i

Brazil. Argentinska strategija novih vidova energije je na zavidnom nivou, jer će proizvodnja električne energije pomoću snage vetra uskoro biti jedna od dominantnih u Južnoj Americi.

Međutim, Argentina je poslednjih meseci istovremeno i jedna o centralnih tema debata u evropskim zemljama koje se trenutno nalaze u krizi, jer nije prihvatila liberalni model MMF-a. Tek će se videti da li će po privredu Argentine imati uticaja odluka bonitetne agencije „Standard and Poor’s“ (S&P) da snizi prognozu kreditnog rejtinga zemlje sa stabilne na negativnu, pošto je vlada u Buenos Airesu preuzela kontrolu nad najvećom naftnom kompanijom u zemlji YPF.

Postoje određeni argumenti za ovakvu reakciju vlade Argentine i njene predsednice. Naime, početkom 90-ih godina argentinske vlasti su počele sistemski primenjivati neoliberalni ekonomski koncept koji su kreirale MMF-a i Svetske banke. Mere štednje predviđene tzv. „Washington Consensusom“, trebale su biti rešenje dužničke krize. Fenomen koji je već pritiskao pojedine latinoameričke zemlje. No, te mere su bile uslov za dalje i dublje zaduživanje zemlje kod međunarodnih institucija.

„Predsednik Carlos Menem, izabran prvi put 1989. i njegov ministar privrede Domingo Cavallo, pokrenuli su radikalnu rekonstrukciju ekonomskog sistema, čija je okosnica bila sveopšta privatizacija. U nekoliko godina ključni igrači argentinske vlasti bili su upleteni u proces bez ikakvih pravila i kontrola, koji je raspirivao postojeću korupciju do neslučenih razmera. Između ostalih, ističe se državna kompanija „la YPF“, koja je dotad dozvoljavala argentinskoj naftnoj industriji da se razvija bez upliva stranog kapitala. Bila je primer celoj Latinskoj Americi. Iza privatizacionog talasa skrivala se stara politika kolonijalnog iskorištavanja, koja je nudila stranim naftnim kompanijama veliki manevarski prostor za zaradu i dozvoljavala im da u Argentini čine ono što im je u matičnim državama bilo zabranjeno.(„YPF“ je nedavno re-nacionalizovan ponovo nacionalizovan, i postao je većinski vlasnik u naftnoj industriji ušavši u posed deonice španske naftne kompanije Repsol)“⁷⁹.

Što se finansijskog sektora tiče reforme su se odnosile na izjednačavanje vrednosti pesosa i dolara. Ova mera je imala kratkoročne pozitivne efekte, jer je ubrzo usledio dolazak stranih banaka, koje su Argentini davale zajmove sa velikim kamatama bez obaveze da

⁷⁹ <http://www.diplomatija.com/sr/4253/news/cristine-kirchner>, posećeno 17.11.2012.

investiraju u zemlju, te je argentinska privreda bila slaba i nekonkurentna. Posledica takve monetarne politike je bio porast spoljnog duga, porasta nezaposlenosti i pada standarda. Nedostatak finansiranja unutrašnje privrede od strane kreditnih institucija, koje su već u vlasništvu stranaca u potpunosti, otvara put recesiji i opštoj krizi koja nastupa 1999.

Godine 2003. vlada koju je predvodio Nestor Kirchnera počinje da sprovodi „plan oporavka na temelju anti-recepata neoliberalnog koncepta, koji MMF još i danas promoviše kao spasonosan za neke evropske zemlje“. Ovakav plan nastavlja da sprovodi njegova supruga, sadašnja Cristine Kirchner, i on predstavlja „radikalan zaokret koji prekida sve veze s onim iz prošlosti, nakon bankrota 2001, i koji je ujedno nada za budućnost“^{80 81}.

Pored svega toga, Argentina je članica Mercosura⁸² (*Mercado Común del Sur* - Common Market of the South). Naime, Argentina, Brazil, Paragvaj i Urugvaj su 1991.godine formirali ekonomski blok nazvan. “Zajedničko tržište Juga- Mercosur. Dakle, Mercosur je nastao potpisivanjem Ugovora iz Asunsiona od strane najrazvijenijih članica Latinoameričkog udruženja za integraciju – LAIA (eng. Latin American Integration Association): Argentine, Brazila, Paragvaja i Urugvaja. Godine 1996. Čile i Bolivija su postali asociirani članovi, ušavši u Južnoameričku sporazumnu slobodnu trgovinu – SAFTA (eng. South American Free Trade Area) sa zemljama članicama Mercosura, dok je Venecuela ušla u proces učlanjenja 2006. godine.

Države potpisnice, koje čine Mercosur, dele zajedničke vrednosti koje nalaze svoj izraz u demokratskim i pluralističkim načelima, ali i u načelima odbrane osnovnih sloboda,

⁸⁰Po nekim ekspertima Argentina predstavlja „opasan primer“ drugim zemljama u regiji i zato bi njeno izbacivanje iz G-20 trebalo da služi da se „zaraza“ ne bi prenela s jedne strane Atlantika na drugu. Kirchner na to izjavljuje: „Mi ne dajemo lekcije nikome, niti se smatramo ičijim učiteljima. Samo želimo preneti iskustva jedne zemlje koja je proživela već sve ono što proživljavaju druge nacije u razvijenom svetu. Kao zemlja članica G-20 znamo da se moraju preduzeti mere koje još nisu primenjene. Živimo u svetu kojem treba kreativno vodstvo, s novim i konkretnim idejama. Želja da se problemi reše onim metodama koje su te probleme prouzrokovali je apsurdno.“ Ovih par reči iz govora predsednice Kirchner, na skupštini UN-a, objašnjavaju nam pozadinu sukoba sa direktoricom MMF-a pre par nedelja. Tako da sam upit da se dostave makroekonomski podaci o inflaciji i porastu privrede pre možemo definisati kao obračun MMF-a s Argentinom, zbog poteza koje MMF nije nikako u stanju realizovati“ Ako se gleda pažljivije, dinamika događaja koja prožima celu Južnu Ameriku pokazuje progresivnu emancipaciju unutar globalne raspodele moći. Argentina, Brazil i Venezuela su u zajedničkom procesu makro-regionalne integracije, gde je sve više izražena volja da se reše uticaja „severa“(USA), te da se suprotstave i zauzmu poziciju nasuprot uspostavljenog unipolarnog sistema koji je usledio nakon pada berlinskog zida“

⁸¹<http://www.diplomatija.com/sr/4253/news/cristine-kirchner-argentina-ne%C4%87e/>, posećeno 11.06.2013.

⁸²<http://en.mercopress.com/about-mercosur>, posećeno 12.06.2013.g.

ljudskih prava, zaštite životne sredine i održivog razvoja. Mercosur se zalaže i za konsolidaciju demokratije, pravnu sigurnost, borbu protiv siromaštva, ekonomski razvoj i socijalnu jednakost. Primarni cilj je integracija država članica Mercosura, slobodno kretanje roba, usluga i faktora proizvodnje, zatim uspostavljanje zajedničke spoljne carinske tarife, usvajanje zajedničke trgovinske politike, koordinacija makro-ekonomskih i sektorskih politika, kao i usklađivanje zakonodavstva u relevantnim oblastima - u cilju jačanja procesa integracije.

Mercosur je četvrta geo-politička sila na svetu, iza SAD-a, Evropske Unije i Kine. Neminovno je istaći, da zemlje članice Mercosura zauzimaju veoma važno mesto po pitanju ukupnih svetskih resursa kao i da poseduju veliku industrijsku moć. Mercosur ima značajne prednosti poput kontinuiteta teritorije, samo dva jezika (španski i portugalski), odsustvo vojnih tenzija i zajedničku kulturnu baštinu i religiju.

U tom smislu, članice Mercosura su odlučile da formiraju carinsku uniju u cilju postizanja jedinstvenog tržišta koje će generisati dalji rast njihovih privreda. Za svega šest godina postojanja, Mercosur je postigao zonu slobodne trgovine i carinske unije (Sporazum iz Ouro Preta, decembar 1994). Isto tako, prema pravosnažnosti Protokola iz Ouro Preta, Mercosur je dobio novi institucionalni okvir, ima međunarodno-pravni subjektivitet i može da pregovara sa trećim zemljama ili blokovima zemalja. Da bi ispunile svoje ciljeve, zemlje Mercosura su razvile strategije zasnovane na tri međusobno povezana medijuma: produbljivanje (pregovori o novim temama), konsolidacija (ispunjenje obaveza i efikasna primena sporazuma) i spoljni odnosi (pregovori sa zemljama NAFTA, LAIA, EU i dr.).⁸³

Iako je savremena kriza uticala na ekonomske tokove u svetu i pre svega pogodila najrazvijenije zemlje, SAD i EU, zemlje Azije i zemlje Mercosur-a i dalje beleže značajne stope rasta. Ekonomski rast u ovim zemljama uglavnom je rezultat dobro sprovedenih politika, kao odgovor na brojne krize sa kojima su se one same susretale tokom osamdesetih i devedesetih godina, a delom i zbog značajne domaće tražnje, koja je u velikoj meri nadomestila manjak inostrane i time postala motor rasta u ovim zemljama.

Sa sigurnošću se može pretpostaviti da će savremena kriza značajno uticati na promenjene ekonomske odnose u 21. veku, gde se može računati na stalni rast značaja ove

⁸³Salvatore, D. *Međunarodna ekonomija*, Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet, Beograd, 2009.god.

grupacije, a posebno Brazila, koji već predstavlja simbol sve moćnije ekonomske i političke grupacije poznate kao BRIC (Brazil, Russia, India and China).

7.5. Primer Rusije

Iako je Svetska banka u 2012. godini korigovala ocenu rasta ekonomije Rusije podižući je na više, generalno ona i dalje naglašava svoje uverenje u pogoršanje privrednih prilika u svetu, a posebno u Evropi. U martu ove godine Svetska banka je snizila svoja očekivanja za svetsku ekonomiju na 2,5 procenata sa 3,2 odsto. U junskom izveštaju ova procena je ostala nepromenjena. Na internet stranici „Finmarket.ru” objavljeno je da će do kraja 2013. godine ekonomija Rusije ostvariti rast od 3,8 procenata u poređenju sa 3,5 procenata koliko je Svetska banka očekivala u martu. Privredni rast biće slabiji nego prošle godine (4,3 procenta), ali sasvim dobar u uslovima krize. Već iduće godine rast ruske ekonomije će se ubrzati na 4,2 procenata, dok se ranije očekivalo povećanje od samo 3,9 odsto.

Ponovna kriza u evropskim zemljama sa visokim prihodima anulirala je pozitivne rezultate ostvarene u prva četiri meseca ove godine. Sasvim nedavno izgledalo je da se ekonomska aktivnost oporavlja, kako u zemljama u razvoju tako i u razvijenim zemljama, a investitori su bili spremniji na rizik, ali od 1. maja 2012. g. situacija na tržištu gubi stabilnost. Za 2013. godinu globalna prognoza je korigovana sa martovskih 3,1 na 3,0 procenata.⁸⁴

Inače, po izjavama Svetske banke Rusija je jedna od zemalja koje se najbolje nose sa ekonomskom krizom.

Brojni ruski analitičari smatraju da 2013. godina ima sve osnove da bi postala početak novog perioda ruske ekonomije. Mnogi analitičari iznose mišljenje da bi zavisnost od prodaje energenata morala da počne da se smanjuje, ključni činilac rasta moraju da postanu investicije.

Kako se navodi u ekspertskim analitičkim krugovima iz oblasti ekonomije u Rusiji: „Danas je već očigledno: da bi ekonomija svake godine rasla za 5-6 odsto (danas ima rast 3

⁸⁴http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=EO93_FLASHFILE_EO93, posećeno 20.6.2013.

do 4 odsto) cena nafte mora da se povećava za 20 dolara svake godine. Međutim, današnja najviša cena od 100 dolara neće to omogućiti. Upravo zato se treba uzdati pre svega u investicije“⁸⁵.

S druge strane, niz ekonomista podseća da su sve krupne ruske kompanije već postigle neophodan nivo investicija u proizvodnju, s time što se naglašava da taj korak moraju da učine i srednje kompanije. Prema podacima ruskog Saveza „industrijalaca i preduzetnika“, otprilike 70 odsto preduzeća je spremno da ostvari svoje investicione planove tokom naredne dve godine.

Brojni strani investitori su vrlo zainteresovani za ulaganja u Rusiju koja je pojednostavila poreske procedure i procedure registracije preduzeća.

Ekonomiste posebno zabrinjava situacija u evrozoni. Prema njihovim prognozama, evrozoni čekaju sva ispoljavanja klasične recesije: visoki nivo nezaposlenosti, nizak nivo proizvodnje i usporeni rast bruto domaćeg proizvoda, koji bi globalnim padom cene nafte mogao da se odrazi na Rusiju, a koja opet ima dovoljne rezerve da može da se nosi sa tim gotovo dve godine.

S druge strane, ekonomska kriza ipak nije zaobišla Rusiju, niti je to moguće. Uzroci potencijalno rastuće ekonomske krize u Rusiji dolaze u osnovi iz dva izvora: jedan predstavlja nagli pad prihoda od izvoza nafte, a drugi je posledica smanjenja kreditnog potencijala, čime se usporava i investiciona i potrošačka aktivnost u Rusiji.

Kako navodi Adamović: „Bez obzira što se u Rusiji planiralo da će cena barela nafte pasti i na 70 dolara, u decembru 2008. stanje je bilo daleko više obespokojavajuće, budući da je cena barela pala na 44 dolara. To je imalo posledice i na berzanska kretanja koja su zabeležila pad od 70% između maja i decembra 2008. Spoljni negativni impulsi na privredu Rusije mogu da se sagledaju i preko posledice – pada vrednosti rublje, koja je u drugoj polovini 2008. izgubila oko 15% vrednosti. Bez obzira što Rusija ima velike devizne rezerve koje su u avgustu 2008. iznosile oko 600 milijardi dolara, položaj rublje, kratkoročno posmatrano, ne daje osnove za optimizam, jer je teško braniti vrednost nacionalne valute deviznim rezervama u uslovima eventualnog produženja negativnih uticaja spolja.

⁸⁵Isto, posećeno 20.6.2013

Posmatrano sa šireg društveno ekonomskog aspekta, nastavak ekonomske krize može da dovede u pitanje i dve osnovne pozitivne vrednosti koje se pripisuju predsedniku Putinu i sa kojima se ušlo u post-putinovski period, a to je stabilnost ekonomskog rasta i društveno politička stabilnost.

Ruska privreda, koja je još u junu 2008. pokazivala tendencije pregrevanja uz snažan inflacionistički pritisak, sukobljava se sa posledicama „hlađenja“ od čije dinamike umnogome zavisi ukupni efekat kriznih poremećaja. Na ovaj način se i u slučaju Rusije ispoljava i pozitivno i negativno dejstvo procesa globalizacije. Imajući u vidu da je inkorporirana u svetski ekonomski sistem, ni Rusija ne može da izbegne efekte cikličnih kretanja, s tim što je faza cikličnog prosperiteta po prirodi stvari daleko lakše prihvatljiva nego posledice koje donosi ciklični pad.

Međutim, dosadašnji efekti ekonomske krize na rusku privredu mogu da imaju i pozitivne dugoročne posledice, jer se visokim prihodima od izvoza nafte, prihodima koji su naglo presahnuli, ne može kompenzirati relativna nekonkurentnost ruske privrede i njenog položaja na svetskom tržištu. Na taj način će značajan deo investicija i lične potrošnje morati da se dovede u sklad sa realnim potencijalima privrede u uslovima ekonomske recesije⁸⁶.

⁸⁶Godišnjak Fakulteta političkih nauka Univerziteta u Beogradu, 2008. UDC 339.9:338.121.4 Stručni članak: Adamović, S. *Ekonomika globalizacija i kriza*, 2008.g. str. 356-366

7. SRBIJA - JAVNI DUG I GLOBALNA FINANSIJSKA KRIZA

Srbija je, kao i druge zemlje, u periodu ekonomske krize, doživela povećanje nelikvidnosti privrede, pad bruto domaćeg proizvoda, industrijske proizvodnje, izvoza i uvoza, rast nezaposlenosti, smanjenje kupovne snage stanovništva i porast siromaštva. „U Srbiji kao zemlji u tranziciji na prelom makroekonomskih trendova prvenstveno su uticali odlagani i nagomilani tranzicioni problemi, a dodatno i pad agregatne tražnje, smanjenje priliva stranog kapitala i povećanje nelikvidnosti u uslovima globalne ekonomske krize i recesije“⁸⁷.

7.1. Prikaz javnog duga Srbije

U narednoj tabeli dat je Profil javnog duga u Srbiji. Izvori podataka su Bilteni javnih finansija koje je objavilo Ministarstvo finansija od 2006. do 2011. godine, dok su neki podaci preuzeti iz brošure Prospekt srpskih evroobveznica od 26.09.2011. godine.

Ova tabela je objavljena na portalu „Policy Café Serbia“, postavljenom od strane USAID-a u okviru projekat za bolje uslove poslovanja, a radi unapređenja informisanosti o reformama poslovnog sektora i privrede u Srbiji. Na ovom portalu se nalaze stručne analize i komentari fokusirani na politiku, platforma za raspravu i razmenu ideja, pristup stručnjacima i resursima, kao i druge informacije koje mogu da podstaknu dijalog javnog i privatnog sektora i unaprediti donošenje odluka o reformama koje vode do održivog privrednog razvoja⁸⁸.

Podaci se odnose na period od 2007. do 2013. godine. U okviru strukture javnog duga podaci su klasifikovani u odnosu na direktne i indirektne obaveze i odnose se i na unutrašnji i na spoljni javni dug. Unutrašnji javni dug je klasifikovan prema tome da li je direktni ili indirektni, i prema tipu instrumenta duga, a spoljni, osim po tome da li je direktni ili indirektni, i po kreditorima.

⁸⁷ Bošnjak, M. *Globalna finansijska i ekonomska kriza i njen uticaj na privredu i finansije Srbije*, Studija za sajt Ministarstva finansija, Beograd, 2011.g. – dostupno na: <http://www.mfp.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/>

⁸⁸ <http://www.policycafe.rs/>, posećeno 01.07.2013. godine

U tabeli su takođe date i strukture duga u stranoj valuti, po tipovima kamatnih stopa i po odnosima prema fiskalnim pravilima.

Profil javnog duga u Srbiji	Podaci na dan 31.12.						Feb. 2013
STRUKTURA JAVNOG DUGA	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ukupan javni dug	703	778	944	1,283	1,514	2,010	2,124
Direktne obaveze, od cega:	636	696	811	1,102	1,293	1,714	1,814
Unutrašnji javni dug	271	280	388	482	536	734	725
Spoljni javni dug	366	416	423	620	757	980	1,089
Indirektne obaveze, od cega:	67	82	134	181	221	296	310
Unutrašnji javni dug	0	0	13	36	56	82	86
Spoljni javni dug	67	82	121	145	165	214	224
UNUTRAŠNJI JAVNI DUG KLASIFIKOVAN PREMA TOME DA LI JE DIREKTNI ILI INDIREKTNI, I PREMA TIPU INSTRUMENTA DUGA							
Total Internal Public Debt	271	280	401	518	592	816	811
Direktne obaveze:	271	280	388	482	536	734	725
Obveznice stare devizne štednje	238	253	252	252	228	217	212
Trezorski zapisi i obveznice	4	1	101	178	269	478	474
Ostale unutrašnje direktne obaveze	28	26	36	52	39	39	38
Indirektne obaveze	0	0	13	36	56	82	86
SPOLJNI JAVNI DUG KLASIFIKOVAN PREMA TOME DA LI JE DIREKTNI ILI INDIREKTNI, I PO KREDITORIMA							
Ukupan spoljni javni dug	433	498	543	764	922	1,194	1,313
Direktne obaveze, od cega:	366	416	423	620	757	980	1,089
Pariski klub	133	148	154	171	165	168	164
IBRD (Međunarodna banka za obnovu i razvoj)	127	141	119	143	150	165	162
Londonski klub	6	8	15	39	75	74	73
IDA	34	41	45	53	55	59	58
EIB	6	8	15	39	42	63	63
EUROBOND	0	0	0	0	82	237	361
Alokacija MMF-a	0	0	0	47	48	51	50
Ostale spoljne direktne obaveze	60	69	75	128	140	162	159
Indirektne obaveze, od cega:	67	82	121	145	165	214	224
EBRD (Evropska banka za obnovu i razvoj)	-	-	-	-	39	41	40
EIB	-	-	-	-	68	100	97
EU 225	-	-	-	-	23	20	20
Ostale spoljne direktne obaveze	-	-	-	-	34	53	68
STRUKTURA DUGA U STRANOJ VALUTI							
Ukupan javni dug	703	778	944	1,283	1,513	2,010	2,124
RSD	26	20	121	187	217	381	385
EUR	532	587	626	770	873	1,023	1,018
USD	97	113	125	189	285	457	578
SDR	34	41	45	101	105	112	109
CHF	0	0	18	22	21	24	21
DRUGI*	15	18	10	13	13	13	12
STRUKTURA JAVNOG DUGA PO TIPOVIMA KAMATNIH STOPA							
Ukupan javni dug	703	778	944	1,283	1,513	2,010	2,124
Fiksna kamatna stopa	541	591	720	848	1,036	1,444	1,547
Varijabilne kamatne stope, od cega:	162	187	225	435	477	565	576
EURIBOR & LIBOR na EUR	126	148	175	360	343	418	432
LIBOR na USD	21	23	31	53	63	67	66
LIBOR na CHF	6	8	8	11	10	11	11
Drugo	8	8	10	12	61	70	68
ODNOSI PREMA FISKALNIM PRAVILIMA							
Javni dug/BDP – granica prema fiskalnim pravilima	-	-	-	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
Javni dug/BDP – procena Ministarstva finansija	30.9%	29.2%	34.8%	42.9%	47.7%	61.5%	57.7%
Javni dug/BDP – Odstupanje od fiskalnih pravila	-	-	-	2.1%	-2.7%	-16.5%	-12.7%
Izvor: http://www.policycafe.rs/public-debt.php							

Svetska ekonomska kriza imala je za posledicu veći ili manji 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. Kao ilustraciju, navedimo da je prosečna jedinična vrednost izvoza Srbije u 2010. godini bila za oko 21,5% niža nego u istom periodu

2008. godine. Drastičan pad cena niza proizvoda na svetskom tržištu, uz znatno smanjenje tražnje na tom tržištu, destimulisalo je proizvodnju za izvoz. Kao posledica toga, na primer najveći izvoznik iz Srbije „US Steel Serbia“, morao je da obustavi rad na obe visoke peći u Smederevu. I izvoz gvožđa i čelika u prvom kvartalu 2010. godine je bio za 54%, a u drugom kvartalu za 72,7% manji nego u odgovarajućem kvartalu 2009. godine. Zatim, izvoz obojenih metala je u prvom kvartalu bio za 48,4%, a u drugom za 41,1% manji nego u istim kvartalima 2009. godine.

Zbog svetske ekonomske krize, strane direktne investicije, kako u svetskim okvirima tako i u slučaju priliva u Srbiju, znatno su smanjeni. Međutim, po mišljenju Kovačevića, „drastičan pad priliva tzv. stranih direktnih investicija u Srbiju u 2010.g. je većim delom posledica znatnog pogoršanja u sferi političke, pravne i makroekonomske oblasti.“⁸⁹

U uslovima sve jače svetske ekonomske krize i ekonomske i društvene krize u Srbiji, preduzeća i banke locirane u Srbiji susrele su se sa znatno pogoršanim uslovima za dobijanje novih kredita u inostranstvu. Zbog toga je, kako navodi Kovačević, u 2010.g. (podaci su do jula 2010.g.) iznos korišćenih dugoročnih i srednjoročnih stranih kredita iznosio 2,3 milijarde dolara, tj. bio je za oko 25% manji nego u istom periodu 2009. godine. S druge strane, i pored „padanja u docnju u servisiranju spoljnih dugova mnogih preduzeća, iznos isplaćenih anuiteta je u prvih sedam meseci 2010. godine bio čak i veći nego u istom periodu prošle godine, pa je neto suma dugoročnih i srednjoročnih kredita u tom periodu iznosila samo 266 miliona dolara tj. bila je 5,5 puta manja nego u istom periodu 2009. godine. S druge strane, prispeli iznos anuiteta po osnovu ranije korišćenih kratkoročnih kredita je bio znatno veći nego u istom periodu prošle godine. Zbog svega toga, i pored kašnjenja u servisiranju kredita ove vrste, saldo kratkoročnih kredita u prvih sedam meseci tekuće godine je negativan – 471 milion dolara.“⁹⁰

Zbog svega toga smanjene su i mogućnosti dobijanja novih kratkoročnih kredita. Situaciju je pogoršalo, pored smanjenja priliva deviza po osnovu novih kredita i strane direktne investicija, kao i doznake naših građana zaposlenih u inostranstvu.

⁸⁹ Kovačević, M., *Uzroci duboke ekonomske krize u Srbiji*, stručni članak, „Škola biznisa“ Broj 3/2010, UDC 338.124.4(497.11), Beograd, 2010.g., str. 4

⁹⁰ Isto, str. 5

U izveštaju Narodne banke Srbije prikazana je analiza javnog duga Srbije za 2012. godinu, po kojoj je na kraju decembra 2012. godine javni dug Republike Srbije, koji je iskazan je po metodologiji Ministarstva finansija, prema kojoj, spoljni javni dug ne obuhvata obaveze Narodne banke Srbije, neregulisane obaveze Republike Srbije uključujući klirinški dug, kao ni deo duga lokalne samouprave i državnih agencija bez garancije države, iznosio je 17,7 milijardi evra i u odnosu na kraj septembra povećan je za 1,8 milijardi evra. Treba napomenuti da se od septembra 2012. statistika javnog duga Ministarstva finansija i privrede državne hartije od vrednosti evidentira po nominalnoj vrednosti. Time je učešće javnog duga u procenjenom BDP-u povećano za 4,1 procentni poen, na 59,2%. Kako se dalje navodi u izveštaju, prilikom praćenja učešća javnog duga u BDP-u po tromesečjima tokom godine, Narodna banka Srbije primenjuje međunarodnu standardnu praksu i javni dug stavlja u odnos s BDP-om koji procenjuje da je ostvaren u četiri poslednja tromesečja. Prema podacima Ministarstva finansija i privrede, učešće javnog duga u procenjenom BDP-u na kraju 2012. godine iznosi 61,5%. Razlika u odnosu na podatak Narodne banke Srbije nastala je zbog različite procene nominalnog BDP-a.

U izveštaju se ističe da je najveći uticaj na povećanje javnog duga u toku poslednjeg tromesečja 2011.g. imala prodaja evro-obveznica na međunarodnom finansijskom tržištu. Otuda je spoljni javni dug povećan za 1,4 milijarde evra, a unutrašnji za 450,2 miliona evra. U celoj 2012. godini javni dug je povećan za 2,9 milijardi evra, a njegovo učešće u procenjenom BDP-u za 10,5 procentnih poena. Pri tom, država se u nešto većoj meri finansirala zaduživanjem na međunarodnom finansijskom tržištu, tako da je spoljni javni dug povećan za 1,7 milijardi evra, a unutrašnji za 1,2 milijarde evra⁹¹.

Konačno, po izveštaju Uprava za javni dug, javni dug Srbije povećan je u julu za 173,5 miliona evra i iznosio je 19,08 milijardi evra, što je 57,7 odsto bruto domaćeg proizvoda (BDP). Po navođenju Uprave za javni dug glavni razlog povećanja javnog duga je povlačenje dela kredita od Ruske Federacije u iznosu od 300 miliona dolara. Kako se navodi na poslovnom portalu Economy.rs od avgusta 2013. godine „od početka godine Srbija je servisirala obaveze po osnovu javnog duga u ukupnom iznosu od 2,81 milijardu evra, od čega na ime glavnice 2,4 milijarde evra. Najveće razduživanje tokom prvih sedam meseci izvršeno

⁹¹http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/dug/dug_IV_2012.pdf, posećeno 26.06.2013.g.

je na domaćem finansijskom tržištu, gde je otplaćeno 1,8 milijardi evra duga po osnovu dospelih državnih hartija od vrednosti, dok su troškovi kamata po osnovu dospelih državnih hartija od vrednosti na domaćem tržištu plaćeni u ukupnom iznosu od 241,2 miliona evra. Obaveze prema inostranim poveriocima plaćene su u iznosu od 604 miliona evra, od čega na ime glavnice 447 miliona evra. Najznačajnija stavka razduživanja Srbije na međunarodnom finansijskom tržištu bila je prevremena otplata dela obaveza prema Londonskom klubu poverilaca u iznosu od 436 miliona dolara. Srbija je platila obaveze po osnovu dospeća kupona emitovanih evro-obveznica države na međunarodnom tržištu u ukupnom iznosu od 71,7 miliona evra. U posmatranom periodu izmirene su obaveze po osnovu datih garancija u ukupnom iznosu od 117 miliona evra, od čega na ime glavnice 95 miliona evra. U cilju finansiranja dospelih obaveza Srbija je tokom jula ostvarila primanja po osnovu emitovanih hartija od vrednosti na domaćem finansijskom tržištu u iznosu od 188,8 miliona evra, kao i 300 miliona dolara po osnovu kredita Ruske Federacije.“

7.2. Promena cena duga Srbije kao posledica promena na finansijskim tržištima

Imajući u vidu činjenicu da na svetsku finansijsku cenu najveći uticaj imaju Sjedinjene Američke Države, osvrnućemo se na eventualne posledice koje mogu nastupiti promenom monetarne politike na finansijska tržišta. Ovo stanje najbolje možemo pratiti posmatrajući reagovanje i planove Federalnih rezervi SAD-a (FED). U pitanju je sistem centralnog bankarstva SAD-a (Federal Reserve System), koga čine središnji Savet guvernera u Vašingtonu i dvanaest oblasnih banaka saveznih rezervi koje se nalaze u velikim gradovima širom SAD.

Tokom pisanja ovog rada objavljen je članak, u kome se daje govor predsednika FED-a, Ben Shalom Bernanke-a, koji je održao pred Odborom za bankarstvo američkog Kongresa, a koji govori o promenama monetarne politike FED-a. Postavlja se pitanje šta se može očekivati kada FED prestane da otkupljuje državne obveznice (85 milijardi USD mesečno) i kada ekspanzivnu politiku zameni restriktivna kako bi se sprečila inflacija. Logično je da postoji bojazan da će to uticati na naglo poskupljenje kredita i da će ostaviti posledice za stock market, bond market, derivate i dr.

Izveštaj FED-a objavljen 27 juna 2013 govori o prognozama da se očekuje kraj oporavka američke privrede, što je potkrepljeno podacima o pozitivnom bilansu FED-a. Naime, u okviru svog programa otkupa obveznica na globalnim tržištima, FED je povećao svoj bilans stanja od 800 biliona dolara u 2008. godini, na više od 2 triliona u 2012. godini.

Stojeći na stanovištu da je za četiri godine globalna ekonomija imala izuzetan podstrek i to od kvantitativnih olakšica (KE) od strane FED-a, ali i da bi za konačni oporavak američke privrede bilo bolje korigovanje monetarne politike što podrazumeva odustajanje od otkupa obveznica. Ova prediktivna izjava da će se „to sredstvo kupovine završiti do sredine 2014“ je izazvalo paniku među investitorima.

Naime, FED je odobrila povećanje kapitalnih rezervi banaka, s ciljem zaštite od potencijalnih budućih gubitaka u slučaju ponavljanja finansijske krize iz 2008. godine. Sedmočlani FED-ov Odbor guvernera je jednoglasno usvojio propis za povećanje kapitala, ali koji sada moraju odobriti Regulatorna agencija za sprovođenje osiguranja bankarskih depozita u SAD (FDIC) i Služba za kontrolu novca⁹².

Izjava Ben Shalom Bernanke-a, o planovima za smanjenje stimulativnih mera izazvalo je nagli rast dugoročnih kamatnih stopa u SAD. Stopa na 30-ogodišnji hipotekarni kredit dostigla je u proseku 4,56 odsto na godišnjem nivou, dok je mesec dana ranije ona iznosila 3,74 odsto, pokazali su podaci HSH Associates⁹³. Prema podacima britanske banke Barclays, prinosi na korporativne obveznice investicionog rejtinga, povećani su u proseku na 3,47 odsto, sa 2,73 odsto. Prinosi desetogodišnjih američkih državnih obveznica povećani su na 2,54, sa 1,94 odsto.

Stručnjaci veruju da povećanje stopa neće negativno uticati na ekonomski oporavak. Međutim, činjenica da se to dešava u momentu kada je posustala američka privreda tek počela da pokazuje znake oporavka, izaziva strah i kod potrošača i kod predstavnika biznisa.

Osim toga, prema procenama globalne bankarske grupacije Goldman Sachs, rast kamatnih stopa u kombinaciji sa padom tržišta akcija, može u narednih 12 meseci da smanji tempo rasta BDP Amerike za 0,4%. U izveštaju se ističe kaže da je ova nekonvencionalna

⁹² <http://www.fm.co.za/economy/international/2013/06/27/expect-more-turbulence-in-world-markets>

⁹³ <http://www.hsh.com/trends.html>, posećeno 04.07.2013.g.

monetarna politika korišćena za stimulisanje ekonomije u uslovima kada je standardna politika utvrđivanje kamatnih stopa postala neefikasna, sa naglaskom da je u pitanju bilo privremeno rešenje i da politika FED-a nikada i nije bila orijentisana da se upušta u kupovinu aktive zauvek. Povlačenjem sredstava Federalnih rezervi opravdano se postavlja pitanje koje će biti dugoročne posledice, naročito na tržištima u nastajanju, koja imaju i najviše koristi od ovog programa⁹⁴.

„Srbija je u prethodne tri godine prodala evrobondove na međunarodnom tržištu za 3,5 milijardi dolara, zahvaljujući činjenici da su FED i Evropska centralna banka vodile vrlo relaksirane politike, ali su danas na sekundarnom tržištu dugova prinosi dramatično porasli. Početkom ove nedelje obveznicama srpskog duga, koje dospevaju 2021. godine trgovalo se na nivou nekih 7,2 odsto, a početkom maja ove godine cena tih hartija bila je na nivou od nekih 4,4-4,5 odsto.“⁹⁵

7.2. Porast javnog duga Srbije u 2013. godini

Institut za tržišna istraživanja je objavio podatak da je krajem juna 2013. godine Spoljni dug Srbije iznosio je 26,07 milijardi evra, pri čemu je on bio za 1,4 odsto viši nego u decembru 2012. godine. Kako se navodi, „Srbija je već visokozadužena zemlja sa odnosom ukupnog spoljnog duga i bruto domaćeg proizvoda (BDP) od 83,1 odsto, dok je granica ulaska u zonu visoke zaduženosti 80 odsto. To potvrđuje i podatak da je odnos otplate duga prema ukupnom izvozu proizvoda i usluga na kraju juna ove godine iznosio 35,6 odsto, a granica za ulazak u "zonu crvene lampice" je 25 odsto. Posebno je zabrinjavajuće da je odnos otplate duga prema BDP-u 15,4 odsto, što znači da je godišnji prirast duga veći nego bruto domaćeg proizvoda i da Srbija "troši svoju supstancu"⁹⁶.

Takođe, je Uprava za javni dug objavila podatak daje javni dug Srbije povećan je u julu za 173,5 miliona evra i iznosio je 19,08 milijardi evra, što je 57,7 odsto bruto domaćeg proizvoda (BDP).

⁹⁴<http://www.vaseljenska.com/ekonomija/najavljeni-potezi-americkih-federalnih-rezervi-uzdrmac-devizni-kurs/>

⁹⁵ <http://www.ekonomija/aktuelno.239.html:441395>, posećeno 19.07.2013.

⁹⁶ <http://www.economy.rs/finansije>, posećeno 8. septembar 2013

Po mišljenju eksperata razlog povećanja javnog duga Srbije tokom jula predstavlja povlačenje dela kredita od Ruske Federacije u iznosu od 300 miliona dolara.

Na portalu Economy.rs navodi se da je Srbija od početka 2013. godine servisirala obaveze po osnovu javnog duga u ukupnom iznosu od 2,81 milijardu evra, od čega na ime glavnice 2,4 milijarde evra. „Najveće razduživanje tokom prvih sedam meseci izvršeno je na domaćem finansijskom tržištu, gde je otplaćeno 1,8 milijardi evra duga po osnovu dospelih državnih hartija od vrednosti, dok su troškovi kamata po osnovu dospelih državnih hartija od vrednosti na domaćem tržištu plaćeni u ukupnom iznosu od 241,2 miliona evra. Obaveze prema inostranim poveriocima plaćene su u iznosu od 604 miliona evra, od čega na ime glavnice 447 miliona evra. Najznačajnija stavka razduživanja Srbije na međunarodnom finansijskom tržištu bila je prevremena otplata dela obaveza prema Londonskom klubu poverilaca u iznosu od 436 miliona dolara.

Srbija je platila obaveze po osnovu dospeća kupona emitovanih evro-obveznica države na međunarodnom tržištu u ukupnom iznosu od 71,7 miliona evra. U posmatranom periodu izmirene su obaveze po osnovu datih garancija u ukupnom iznosu od 117 miliona evra, od čega na ime glavnice 95 miliona evra. U cilju finansiranja dospelih obaveza Srbija je tokom jula ostvarila primanja po osnovu emitovanih hartija od vrednosti na domaćem finansijskom tržištu u iznosu od 188,8 miliona evra, kao i 300 miliona dolara po osnovu kredita Ruske Federacije.“⁹⁷.

⁹⁷ <http://www.economy.rs/finansije/9833/Povecan-javni-dug-Srbije.html>

ZAKLJUČAK

Posledice svetske finansijske krize su široko rasprostranjene. Posmatrano na globalnom nivou, posledice krize su: pad ekonomske aktivnosti, produktivnosti, likvidnosti, zaposlenosti, stranih direktnih investicija, izvoza, slabljenje bankarskog sektora, pogoršanje fiskalne pozicije usled mera za stimulisanje potrošnje, porast javnog duga mnogih zemalja, koji je dostigao neodrživ nivo.

Kao što je u radu rečeno, period finansijskih nemira pretvorio se u finansijsku krizu s kolapsom „Lehman Brothers“-a, 2008. godine. Rastuća nesigurnost u pogledu finansijskog statusa vodećih banaka širom sveta dovela je do kolapsa aktivnosti na velikom broju finansijskih tržišta. Tako je slom na novčanom tržištu prouzrokovao porast spreda kratkoročnih kamatnih stopa na izuzetno visoke nivoe.

Tokom prve faze krize banke su formirale velike zalihe likvidnosti i odbacujući rizike iz svojih bilansa i pooštavajući uslove kreditiranja. Tako je kriza počela da se prenosi na realni sektor, uz brzo pogoršanje ekonomskih uslova u većini glavnih ekonomija i pada globalne trgovine.

Takodje, kao odgovor na krizu države su počele intenzivno da koriste, kako postojeće, tako i nove finansijske instrumente. U radu smo obrađujući kretanje cena obveznica i akcija posebnu pažnju posvetili rizicima investiranja u njih. U tom smislu predstavljeni su kreditni rizik, kamatni rizik, rizik krive prinosa, likvidnosti, reinvestiranja, opoziva, inflacije i valutni rizik. Svaka od analiza upućuje na posebnu oblast u finansijskoj teoriji i praksi, a koja se nametnula kao imperativ savremenog finansijskog poslovanja. U pitanju je upravljanje rizikom koji ima spoje specifičnosti u odnosu na vrstu rizika investiranja u obveznice.

Banke vrše plasiranje sredstava u hartije od vrednosti uglavnom iz dva osnovna razloga: radi povećanja profitabilnosti i radi održavanja zadovoljavajućeg stepena likvidnosti. Banke na brz i siguran način plasiraju privremeno slobodna novčana sredstva u određene vrste hartija od vrednosti i na taj način ostvaruju prihod i povećavaju profitabilnost. Istovremeno, banke mogu relativno brzo povratiti sredstva prodajom hartija od vrednosti na finansijskom tržištu i tako obezbediti zadovoljavajući stepen likvidnosti. Ulaganja u hartije od vrednosti nose određenu dozu rizika, ali on je dosta niži kod državnih hartija od vrednosti

koje imaju nešto niži prinos, za razliku od kredita koji nose relativno visok kreditni rizik. Pri kreiranju investicionog portfolia polazi se od principa sigurnosti, likvidnosti i profitabilnosti.

Globalno tržište obveznica je veliko, raznoliko i predstavlja značajnu investicionu alternativu. Obveznice na prvi pogled izgledaju prilično jednostavno investiranje u njih može biti veoma komplikovano. Pažljivo upravljanje njihovim portfoliom u današnjem svetu postaje izuzetno značajno. To podrazumeva dobro poznavanje raspoloživih strategija upravljanja portfoliom, njihove domete i ograničenja, pri čemu se upravljanje ne završava samo odabirom strategije i njenom jednostavnom primenom. Nakon izbora odgovarajuće strategije, karakteristike obveznica, kao što su kupon, dospeće, kreditni rejting moraju biti pažljivo ispitane kako bi se utvrdilo kako ove karakteristike utiču na performanse obveznice nakon određenog investicionog perioda.

Upravljanje portfoliom obveznica se odnosi na održavanje stepena likvidnosti, ograničavanje rizika i kreiranje dodatnih prihoda.

Kroz načine reagovanja pojedinih zemalja na globalnu finansijsku krizu mogli smo sagledati i specifičnosti njihovih odgovora na krizu. U zavisnosti od stepena razvijenosti zemlje razlikuju se i posledice koje je kriza izazvala. Tako je u slučaju razvijenih zemalja kriza dovela do pada likvidnosti zbog slabljenja bankarskog sektora, a što se odrazilo na smanjenje potrošnje i investicija, i samim tim na smanjenje rasta BDP-a i zaposlenosti. U slučaju zemalja u razvoju kriza je uticala na smanjenje inostranih direktnih investicija od strane razvijenih zemalja, pad izvoza zbog manje tražnje od strane razvijenih zemalja, kao i slabljenje bankarskog sektora. Kod siromašnih zemalja kriza je uticala na nedostatak kredita i donacija od strane razvijenih zemalja, smanjen izvoz i strane direktne investicije. Opasnost od socijalne i političke nestabilnosti se uvek javlja kada zbog pada ekonomske aktivnosti dolazi do pada zaposlenosti. Zato je jedna od osnovnih karakteristika poslednje krize rastuća uloga države u njenom savladavanju.

Merljivost reakcije države se ogleda kroz stanje javnog duga. U radu smo obradili primere Ekvadora, Jamajke, Grčke, Argentine, Rusije i na kraju Srbije.

Karakteristike javnog duga Srbije, kako ističu analitičari, su da je spoljni javni dug dominantan u odnosu na unutrašnji, kao što je i devizno denominovani javni dug dominantan u odnosu na dinarski koji je koncentrisan u kratkoročnim instrumentima. Osim toga u Srbiji je

registrovana nedovoljna diversifikacija ročnosti (pre svega za evro denominovane hartije). Što se tiče sekundarnog tržišta, ono je nerazvijeno i netransparentno, sa otežavajućom činjenicom da je uočena nedovoljna transparentnost rasporeda aukcija na primarnom tržištu dinarskih hartija. Ad hoc aukcije su dominantne za evro denominovane hartije. Praktično ne postoji mogućnost učešća domaćih investitora na aukcijama obveznica Republike Srbije na inostranom tržištu. Postoji nedvosmisleno visoka zainteresovanost institucionalnog investicionog sektora za investiranje u instrumente javnog duga: kapacitet ovog sektora je mali i u srednjem roku uslovljen radikalnim promenama u javnim finansijama. Glavni generator tražnje za državnim dugovnim instrumentima jeste bankarski sektor.

Što se Srbije tiče tržište javnog duga se još uvek nalazi u inicijalnoj fazi evolucije kako je to definisala Svetska banka i MMF. Na jednom od okruglih stolova posvećenih stanju javnog duga u Srbiji (npr. okrugli sto u organizaciji Ekonomskog instituta, Beograd, sa temom: „Institucionalna tražnja za državnim hartijama od vrednosti ograničenja i mogućnosti“ decembar, 2012.g.) istaknuto je da je „fundamentalni uzročnik odsustva likvidnog i transparentnog sekundarnog tržišta odsustvo diversifikovanog skupa investitora. Skup institucionalnih investitora, koji bi imali motivaciju da kreiraju sekundarno tržište je oskudan i malog kapaciteta jer je nivo ugovorne štednje ili štednje iz predostrožnosti u Srbiji neuporedivo niži nego u uporedivim zemljama ... Sekundarni promet ograničava i prisustvo diskriminatornog tretmana evro denominovanih državnih hartija od strane NBS. Međubankarsko tržište, kao segment sekundarnog tržišta, u Srbiji karakteriše nelikvidnost i nestabilnost. Evro denominovane hartije se ne smatraju likvidnom aktivom banke, tako da su sa aspekta pokazatelja likvidnosti nedovoljno interesantne za banke.“

Svetska ekonomska kriza, možemo sa sigurnošću potvrditi, je imala i još ima veoma negativan uticaj na sveukupno finansijsko poslovanje kako privrednih subjekata tako i država u celini. Jedan od instrumenata kojim države pribegavaju je javni dug koji se definiše kao skup različitih oblika zajmova, koje obično pravi država u svrhu finansiranje svojih rashoda. Videli smo da u poslednje vreme javni dug postaje redovni finansijski izvor države i predstavlja efikasan instrument ekonomske politike savremenih država. One zaduživanjem odlažu plaćanje troškova današnje potrošnje za budućnost i za to plaćaju kamate. S toga je jako važno jasno imati u vidu koliko je rizičan i odgovoran zadatak upravljanja javnim dugom. Takođe, upravljanje javnim dugom je izuzetno važno kod zemalja u razvoju

prvenstveno zbog malog i obično nedovoljno razvijenog tržišta kapitala i niskog nivoa domaće štednje.

Značajan cilj upravljanja javnim dugom je razvoj domaćeg tržišta državnih hartija od vrednosti. U radu su posebno obrađene obveznice kao instrumenti javnog duga. Kada govorimo o obveznicama neophodno je spomenuti i finansijske instrumente za tzv. njihovo priznavanje i odmeravanje. U tu svrhu uspostavljeni su i međunarodni standardi kojim se to reguliše, kao na primer MRS 39, u okviru koga se sredstva vrednuju po fer vrednosti, na način da se svaka promena fer vrednosti priznaje kao dobitak ili gubitak u bilansu uspeha u periodu kada je taj dobitak ili gubitak nastao, nezavisno od činjenice da instrument još uvek nije prodat. U tom smislu, fer vrednost se određuje kao tržišna cena akcija postignuta na dan obračuna na berzi.

Kao uzroci javnog duga u radu su navedeni javni rashodi i budžetski deficit. Javni rashodi po pravilu predstavljaju zadovoljenje javnih potreba pomoću novca, odnosno javni rashodi su oni izdaci koje država čini u javnom interesu zadovoljenja javnih potreba. Proučavanje veze između budžetskog deficita i javnog duga izvodi se pomoću osnovnih makroekonomskih identiteta. Odatle postoji osnovna tvrdnja da su svi efekti deficita inicirani iz jednog početnog impulsa a to je smanjenje nacionalne štednje.

Visok i rastući javni dug uvek sa sobom donosi potencijalnu ili stvarnu finansijsku nestabilnost. S toga je izuzetno važno vršiti procenu rizika, pogotovo rizika zemlje. Analiza rizika zemlje se uglavnom sastoji od procene političkih prilika i ekonomskog stanja date zemlje, to iz razloga što ovi faktori mogu da ometaju redovno izmirenje duga. Metodologije utvrđivanja rizika zemlje vrše se od strane različitih institucija i kreditnih agencija. U radu su obrađene sledeće metodologije: „Euromoney-a“, „Beri-indeks-a“, „Moody’s“ i „Standard & Poor’s“, Institutional investor, ICRG – International Country Risk Guide, „Nusiness International-a“ i ONDD – The Belgian Export Credit Agency.

Konačno, globalna finansijska kriza je pokazala realno stanje privrede svake zemlje. Kriza je donela dubok pad proizvodnje, rast nezaposlenosti, niz bankrosta, smanjenje bogatstva i druge negativne efekte koji su globalizovani, preneti na sve zemlje i njihove privrede. Kod svih zemalja u vreme krize resursi su se gomilali (nezaposleni radnici, neangažovani kapaciteti, sirovine i poluproizvodi i sl.) i nisu mobilisani i produktivno

korišćeni da bi se povećala proizvodnja, zaposlenost i dohoci. Aktere mobilizacije resursa zahvatila je depresija i poslovna neaktivnost, a institucionalni poredak je postao nedelotvoran u pogledu usmeravanja privrede i koordinacije privrednih tokova. Brzina izlaska iz krize zavisi od kvaliteta institucija i uspeha mera za podsticanje privrede koji je određen mogućnostima države da formuliše i sprovodi konzistentnu ekonomsku politiku na svim nivoima.

Procenjuje se da globalna recesija još nije zaustavljena, budući da je rast privredne aktivnosti blag, a nezaposlenost nastavlja rast. Posledice sadašnje krize na globalnom nivou su duboke, dugoročne i nepredvidive. Pošto se kao mogući efekti krize javljaju socijalna i politička nestabilnost, država preduzima razne profilaktičke mere. I pored aktivne uloge države u borbi sa krizom, rizik pojave ireverzibilnosti je još uvek velik, odnosno, postoje šanse da trenutna recesija sklizne u depresiju.

LITERATURA

- Bodi, Z., Kane, A., Marcus, J.A., *Essentials of Investments*, Irwin McGraw-Hill, 1998.
- Cvetanović, S. *Makroekonomija*, Niš, 2007.
- Ćurčić, U. i Barjaktarević, M. *Bankarski portfolio menadžment*, Beograd, 2008.g.
- Ćurčić, U. i Brjaktarević, M. *Bankarski portfolio menadžment*, Beograd, 2008.g.
- Jeremić, Lj. *Osnovi finansija*, Univerzitet Singidunum, Čugura print, Beograd, 2008.g.
- Knežević G., *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2008.g.
- Kotler, F. i Kevin K. Keller, *Marketing menadžment*, Data status, Beograd, 2006.g.
- Kotler, F. *Lateralni marketing*, Graph style, Novi Sad, 2005.g.
- Kotler, F., *Kako kreirati, upravljati i dominirati tržištem*, Adižes, Novi Sad, 2003.g.
- Miljević, I.M., *Metodologija naučnog rada*, Pale, 2007. g.
- Presnal, A. *Konkurentnost privrede Srbije 2006*, Jefferson Institue, Beograd, 2006.
- Rebecca Ray&Sara Kozameh, *Ecuador's Economy Since 2007*, Center for Economic and Policy Research, Washington, 2012.g.
- Rebecca Ray&Sara Kozameh, *Ecuador's Economy Since 2007*, Center for Economic and Policy Research, Washington, 2012.g.
- Salvatore, D. *Međunarodna ekonomija*, Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet, Beograd, 2009.god.
- Stakić, B. i Barać, S. *Javne finansije*, Univerzitet Singidunum, Čugura Print, Beograd, 2008.g.
- Stakić, B. i Barać, S. *Međunarodne finansije*, Univerzitet Singidunum, Čigura print, Beograd, 2008.g.
- Šoškić B D., i Živković, R. B. *Finansijska tržišta i institucije*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2006. g.
- Švaljek, S., *Granice javnog duga: Pregled teorije i metoda ocjene održivosti politike zaduživanja*, Privredna kretanja i ekonomska politika, 1997.g.
- Vasiljević, B., *Rizici u bankarskom poslovanju*, Fokus, Beograd, 1990.
- Vasiljević, B., *Rizici u bankarskom poslovanju*, Fokus, Beograd, 1990.
- Vunjak, N. *Finansijski menadžment*, Ekonomski fakultet, Indok centar, 2011.g.

STRUČNI ČLANCI:

- Frank J. Fabozzi „*Fixed-Income Portfolio Strategies*“ iz zbornika radova Frank J. Fabozzi & Harry M. Markovitz, *The Theory & Practice of Investment Management*, John Wiley & Sons, Inc. 2002.
- Godišnjak Fakulteta političkih nauka Univerziteta u Beogradu, 2008. UDC 339.9:338.121.4 Stručni članak: Adamović, S. *Ekonomska globalizacija i kriza*, 2008.g.
- Kaminsky, Graciela L., and Carmen M. Reinhart. 1999. “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems.” *American Economic Review*, 89(3): 473-500.

- Petrović P, Živković A. *Finansijska kriza i formiranje Evropskog monetarnog fonda - treba li menjati evropski sporazum*. Međunarodni problemi. 2010; 62(4):585-601.
- Prvulović VB, Vučković VM. *Od sjaja do očajja - kriza države i pouke iz Grčkog i Irskog slučaja*. Srpska politička misao. 2011; (1).
- The World Bank, World Development Indicators, izdanja za 1999, 2000, 2002, i 2003. godinu (poglavlja 5.2. iz 1999. i 2000 i 5.4 2002. i 2003. pod naslovom "Stock markets").

INTERNET:

- <http://www.vin.bg.ac.rs/nv/Materijal/ZAKON%20o%20javnom%20dugu.pdf>,
- http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=362940,
- http://www.mogucasrbija.rs/files/20120707100055metodologija_javnog_duga.pdf,
- <http://www.imf.org/external> - MMF i Svetska banka, Guidelines for public debt management: Accompanyng documents, Washington D.C., International Monetary Fund, 2003
- sr.wikipedia.org/sr/Međunarodni_racunovodstveni_standardi
- <http://mfp.gov.rs/UserFiles/File/MRS/Međunarodni%20racunovodstveni%20standard%2039%20-%20Finansijski%20instrumenti%20-%20priznavanje%20i%20odmeravanje.pdf>
- <http://www.scribd.com/doc/82737281/8540578-Pojam-i-Karakteristike-Javnih-Rashoda>
- <http://www.prsgroup.com/PDFS/icrgmethodology.pdf>,
- <http://sr.scribd.com/doc/59225578/GLOBALNA-FIN-i-Ek-kriza-i-Njen-Uticaj-Na-Priv-Srbije-17-2-2011>,
- IMF and World bank (2009:7), Managing public debt, dostupno na www.treasury.worldbank.org
- www.zika.rs/index.php?option=com_content...kriza
- <http://www.singipedia.com/content/229-Medunarodni-turizam-u-uslovima-ekonomske-krize-sa-posebnim-osvrtom-na-Jugoistocnu-Evropu>
- http://www.acus.org/files/publication_pdfs/3/Global-Trends-2025.pdf
- <http://www.scribd.com/doc/13271320/>,
- <http://www.psinvest.rs/sr/akcije>,
- <http://www.investinginbonds.com/learnmore.asp?catid=3&id=383>,
- <http://www.psinvest.rs/sr/obaveznice>,
- http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_remository&Itemid=47&func=startdown&id=1151
- www.moodys.com
- www.standardandpoors.com
- www.fitchratings.com
- www.javnidug.gov.rs/.../Vodic%20za%20investiranje/.
- <http://www.netsrbija.net/-ekvador.html>, posećeno 12.06.2013.
- <http://www.slobodnaevropa.org/archive/news/20120926/500/500.html?id=24720231>
- <http://www.cepr.net/index.php/publications/reports/ecuadors-economy-since-2007>,
- <http://www.commondreams.org/newswire/2012/05/02-0>,

- <http://www.normangirvan.info/wp-content/uploads/2011/05/cepr-jamaica-study.pdf>,
- <http://www.diplomatija.com/sr/4253/news/cristine-kirchner-argentina-ne%C4%87e>
- <http://en.mercopress.com/about-mercosur>,
- http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=EO93_FLASHFILE_EO93,
- <http://www.fm.co.za/economi/international/2013/06/27/ekpect-more-turbulence-in-vorld-markets>
- <http://www.hsh.com/trends.html>,
- <http://www.vaseljenska.com/ekonomija/najavljeni-potezi-americkih-federalnih-rezervi-uzdrmake-devizni-kurs/>
- <http://www.ekonomija/aktuelno.239.html:441395>