

УНИВЕРЗИТЕТ СИНГИДУМУ
ДЕПАРТМАН ПОСЛЕДИПЛОМСКИХ СТУДИЈА

МАСТЕР РАД

УТИЦАЈ РАДА БЕРЗИ КАПИТАЛА НА
ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

Ментор:
Проф. др Будимир Стакић

Студент:
Катарина Живановић
Бр. индекса: 401131/2010

Београд, 2013.

САДРЖАЈ

УВОД.....	3
-----------	---

ПРВИ ДЕО: НАСТАНАК И РАЗВОЈ ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА.....5

1. Дефиниција и структура финансијског система.....	6
2. Фундаментални фактори експанзије финансијског тржишта	7
3. Финансијске иновације	8
4. Фактори развоја финансијских тржишта	10
5. Монетарна политика и нови финансијски инструменти	11

ДРУГИ ДЕО: ИНСТРУМЕНТИ ТРЖИШТА КАПИТАЛА..... 14

1. Тржиште капитала	15
2. Финансијски инструменти тржишта капитала	16
2.1. Акције	17
2.2. Обвезнице.....	18
2.3. Разлике између обвезница и акција	20
2.4. Анализа профитабилности из перспективе инвеститора.....	21
2.4.1. Добитак по акцији.....	22
2.4.2. Р/Е ратио и однос између тржишне и књиговодствене вредности	23
2.4.3. Ратио плаћања дивиденди и стопа задржавања добитка.....	25
2.4.4. Дивидендни принос и укупни принос акционара.....	26
3. Облици међународног кретања капитала.....	27
3.1. Стране директне инвестиције.....	27
3.2. Стране портфолио инвестиције (тржиште капитала).....	30
3.3. Међународно кретање капитала након слома Бретонвудског система.....	31
3.4. Мере за привлачење и подстицање прилива страних улагања	34
4. Регулатива тржишта капитала у Србији.....	36

ТРЕЋИ ДЕО: ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ.....40

1. Појам и видови финансијских криза.....	41
---	----

2. Узроци криза	42
2.1. Узроци савремене финансијске и економске кризе из 2007. године	46
2.2. Међународне финансијске институције као узрочници криза.....	48
2.3. Декларација Г 20 о узроцима финансијске кризе.....	52
3. Последице кризе	53
4. Могућа решења за финансијску кризу.....	56
4.1. Неопходност реформе међународног монетарног и финансијског система - Извештај експерата Уједињених нација.....	59
4.2. Креирање међународне банкарске регулативе – Базелски комитет	60
4.2.1. Базел I.....	62
4.2.2. Базел II	64
4.2.3. Базел III.....	65
4.2.4. Банкарска регулатива у Србији – Примена Базелских правила.....	68
 ЧЕТВРТИ ДЕО: ПРИСУСТВО СВЕТСКЕ КРИЗЕ У СРБИЈИ.....	71
1. Последице светске кризе по финансијски сектор у Србији	72
2. Допринос светске економске кризе економској кризи у Србији	74
3. Инвестициона клима у Србији	75
4. Приливи страних директних инвестиција у Србију	78
5. Тржиште капитала у Србији	81
6. Утицај кризе на пословање Београдске берзе	83
7. Индекси Београдске берзе и њихово кретање	84
8. Предуслови за ефикасно функционисање и развој тржишта капитала у Србији.....	86
 ЗАКЉУЧАК.....	88
ЛИТЕРАТУРА	90

УВОД

Либерализација токова капитала последњих деценија повећала је осетљивост земаља на преношење кризе, али и отворила могућности за изненадно бекство капитала из земаља које имају добре макроекономске карактеристике, и које по општим параметрима нису кандидати за избијање кризе. Захваљујући високој финансијској отворености, криза из једног дела света лако се преноси преко националних граница. Брзо преношење кризе из једне земље у међународни финансијски простор олакшано је непрекидним финансијским иновацијама које су резултирале бројним новим финансијским инструментима. Захваљујући увођењу финансијских инструмената у оперативно пословање, порасла је међународна мобилност капитала, и то до неслућених размера. Глобализација и интернационализација пословања финансијских институција створила је потребу да се изврши међународна хармонизација правила о пословању банака и других финансијских институција. Базелски комитет за супервизију банака се бави питањима контроле банака и унапређивањем квалитета супервизије банака формулисањем основних стандарда супервизије и давањем препорука на основу најбоље праксе.

На домаћем тржишту већ дужи период присутна је скромна понуда тржишно атрактивних финансијских инструмената, а недовољан ниво квалитетног корпоративног управљања и контроле пословања акционарских друштава као и отворености у извештавању, додатно отежавају развој тржишта капитала. Постојала су бројна оптимистична мишљења да ће криза заобићи нашу земљу због недовољне развијености домаћег тржишта капитала. Међутим, ослањање на приватизационе приходе и доток иностраних средстава у виду страних инвестиција оставио је своје последице, тако да српска привреда почиње да осећа последице смањеног дотока финансијских ресурса. Висока изложеност Берзе страним инвеститорима, колико год била пожељна, доприноси и већој рањивости локалног тржишта на глобална кретања, чак и када је тржиште мало и недовољно развијено, као што је домаће тржиште. Како берза представља огледало економије и најосетљивији део финансијског тржишта, први удари кризе у Србији су се могли осетити баш ту. У четвртом кварталу 2007. године стање на финансијском тржишту у свету почело је да се одражава на берзанско тржиште у Србији када су оба индекса Београдске берзе забележила нагли пад.

Овај рад има за циљ да укаже на утицај рада берзи капитала на финансијске кризе.

Поред увода и закључка, рад се састоји из четири дела. Први део посвећен је развоју финансијских тржишта, почевши од њихове дефиниције, фундаменталних фактора развоја, финансијских иновација као и утицају финансијских инструмената на монетарну политику.

Други део рада односи се на финансијске инструменте тржишта капитала – акције и обвезнице као и на неопходност успостављања регулативе на тржишту капитала. Дат је осврт на Директиве Европске Уније као темеље регулисања тржишта капитала као и

приказ Закона о тржишту капитала и новинама које је он донео. Приказани су облици међународног кретања капитала у условима актуелне кризе. У другом делу рада је дат и приказ начина на који инвеститори сагледавају профитабилност и доносе одлуке о улагању својих средстава у акције неког предузећа као и осврт на мере за привлачење страних инвестиција.

Трећи део рада се односи на финансијске кризе: узроке криза, њихова својства, начине испољавања, поуке које се требају извући из криза, питања која криза покрећу. Приказане су мере за сузбијање кризе као и неопходност реформе међународног монетарног и финансијског система и дат је кратак осврт на хец фондове као изазиваче криза као и критички осврт на функционисање међународних финансијских институција. Овај део рада посвећен је међународној банкарској регулативи и Базелским стандардима – Базел I, Базел II, Базел III, као и њиховој примени у Србији.

Четврти део рада има за циљ да укаже на последице светске кризе по финансијски сектор у Србији као и на њену инвестициону климу, тржиште капитала, приливе инвестиција. Посебан акценат дат је утицају кризе на пословање Београдске берзе прегледом кретања индекса Београдске берзе и неопходношћу успостављања стабилне привреде која ће допринети развијеној берзи.

**ПРВИ ДЕО
НАСТАНАК И РАЗВОЈ
ФИНАНСИЈСКОГ ТРЖИШТА**

1. Дефиниција и структура финансијског система

Финансијски систем је саставни део укупног економског и привредног система који се састоји из више елемената који омогућавају несметан ток финансијских средстава у једној економској заједници. Основни циљ финансијског система једне земље је да омогући несметано функционисање њеног привредног система чији је саставни део, као и раст и развој националне економије. Данас се у целом свету ниво развијеност привреде често мери обимом и развијеношћу финансијских тржишта. Са развојем привредне структуре и сама структура финансијских тржишта временом постаје све комплекснија и разноврснија.

Основни елементи финансијског система су финансијска тржишта, финансијске институције и финансијски инструменти. Финансијски систем функционише преко финансијских тржишта која означавају места сучељавања понуде и тражње финансијских вишкова.

У литератури не постоји универзална дефиниција финансијског тржишта. Према неким ауторима финансијско тржиште се дефинише као: (1) место где се тргује различитим облицима финансијске активе, (2) механизам преко кога се финансијска актива купује, продаје и где се са истом тргује, (3) организовано место и простор на коме се траже и нуде финансијска средства и на коме се у зависности од понуде и тражње организовано формира цена тих средстава, (4) високо конкурентно тржиште финансијских инструмената, који представљају низ договорених права.¹

На финансијским тржиштима се идентификују и мобилишу финансијски вишкови сектора становништва, привреде и јавних институција и посредством финансијских институција преливају становништву, привреди или јавним институцијама којима та средства недостају. Финансијске институције су посредници у процесу повезивања и трансфера финансијских средстава између суфицитарних и дефицитарних сектора. Инвестирањем својих извора у финансијске инструменте, финансијске институције остварују приходе. Разлика између прихода и обавеза према инвеститорима представља чист приход односно профит финансијских институција који настаје као резултат њиховог рада.

Постоје бројне класификације финансијских институција, али је најзаступљенија следећа класификација по којој су финансијске институције сврстане у следеће групе:²

- Централна монетарно-финансијска институција – централна банка;
- Депозитне финансијске институције – банке, штедионице, штедне и кредитне асоцијације, кредитне уније;

¹ Fabozzi F., Modigliani F., Ferri M. (1994) *Foundations of Financial Market and Institutions*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, страна 2

² Ерић Д. (2003) *Финансијска тржишта и инструменти*, Чигоја штампа, Београд, страна 25

- Уговорне финансијске институције – осигуравајућа друштва и пензиони фондови;
- Инвестиционе институције – инвестиционе компаније и фондови;
- Остале финансијске институције – фондови, фондације, задужбине, финансијске компаније, брокерско дилерске куће, рејтинг агенције.

2. Фундаментални фактори експанзије финансијског тржишта

Фундаментални фактори на којима се заснива велика експанзија финансијског тржишта могу се представити на следећи начин:³

1. Процеси дерегулације су основни фактор на којем се заснива тренд експанзије финансијских тржишта у току последњих неколико деценија. Деретулација значи укидање разних облика државне контроле на плану пословних трансакција компанија. Тиме дерегулација делује на снажно повећавање конкуренције између компанија на реалном и финансијском сектору економије. Приоритети компанија су постизање високе пословне ефикасности и профитабилности. Компаније добијају шири простор за избор најповољнијих варијанти код пословног одлучивања, али уз знатно повећану одговорност за исход пословних перформанси. Деретулација, између осталог значи да се компаније не морају обраћати само пословним банкама за кредите него да могу да алтернативно траже изворе финансирања на финансијском тржишту у виду пласмана својих обвезница или акција. У контексту јачања конкуренције на финансијском тржишту, финансијске институције су почеле да улазе и на финансијске секторе на којима раније нису могле да буду присутне. Тако су банкарске институције постале активне на сектору инвестиционих фондова, брокерских услуга, па чак и у сфери осигурања. Али су зато и друге финансијске институције ушле у сферу која је раније била резервисана само за банкарске институције.

Упоредо са чињеницом да дерегулација чини финансијски систем ефикаснијим и динамичнијим лежи и чињеница да га она истовремено чини и мање стабилним јер је омогућила да компаније са вишим кредитним рејтингом директно могу да изађу на тржиште капитала, што аутоматски смањује квалитет кредитних пласмана банака. Тако су банке приморане на формирање ризичније структуре активе, која носи релативно више каматне стопе као компензацију виших кредитних ризика.⁴ Као што видимо, увек постоји и друга страна медаље.

³ Ћировић М. (2007) *Финансијска тржишта – Инструменти, институције, технологије*, Научно друштво Србије, Београд, стране 9-10

⁴ Јовић З. (2008) *Менаџмент финансијских институција*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 35

2. Савремена информациона технологија је такође битан фактор у развоју финансијског тржишта, јер ствара техничке услове за бржи проток релевантних информација, чиме се ствара основа за евалуацију компанија као и њихових вредносних папира (обвезница и акција). Тиме је укинута ранија монопол банкарских институција у вези оцено бонитета компанија. У контексту функционисања финансијског тржишта значајне су рејтинг агенције које врше евалуацију кредитних ризика свих већих компанија и продају те информације заинтересованим купцима. Тиме је олакшано сагледавање рејтинга компанија које желе да изврше емисију нових обвезница и акција или чије се хартије од вредности већ налазе у промету на секундарном тржишту. Тако су створени услови да веће компаније могу да врше емисију својих обвезница на финансијском тржишту под нешто повољнијим условима него у случају коришћења зајмова код банака.
3. Тренд глобализације такође битно утиче на промене у институционалним структурама функционисања финансијског система. У току последњих неколико деценија постојао је тренд отварања домаћих финансијских система, тако да домаћи финансијски системи постепено постају све више саставни делови глобалног финансијског система. Пословни капитал из развијених земаља тежи да буде пласиран у пројекте који нуде највише стопе приноса при датом степену ризика. Тренд глобализације био је потенциран укидањем девизне контроле у Британији 1979. године, после чега су и друге развијене земље учиниле то исто. Ово је отворило простор за слободне прекограничне токове краткорочног и дугорочног пословног капитала нарочито између развијених земаља. Слободни токови капитала на прекограничном плану су основа за процес повезивања националних финансијских тржишта у глобално међународно тржиште. Акцијама и обвезницама најпознатијих светских компанија тргује се на разним берзама у свету, а девизна трговина одвија се у светским новчаним центрима 24 часа дневно.

3. Финансијске иновације

До скоро, када нам је била потребна готовина из банке морали смо да се смешкамо службенику у банци и чекамо да дођемо на ред. Да би опстале у новом економском окружењу, финансијске институције су схватиле да морају да трагају за новим, профитабилним производима и услугама које би задовољиле потребе клијената, као и да их развију. Савремена рачунарска технологија омогућила је банкама да смање трансакционе трошкове јер клијент може да користи предности електронског банкарства и обавља послове путем рачунара. Тако, данас док подижемо готовину, углавном користимо банкомат, а стање на рачуну можемо проверити од куће помоћу рачунара.

Огромно повећање колебљивости каматних стопа представља најзначајнију промену у економском окружењу која је изменила тражњу за финансијским производима протеклих година. Велике флукуације каматних стопа проузроковале су високу капиталну добит, али и губитке, као и појачану неизвесност у вези с приносима на инвестиције. Повећање каматног ризика повећава и тражњу за финансијским производима и услугама које тај ризик могу да смање што последично стимулише финансијске институције да трагају за профитабилним иновацијама које би задовољиле такву тражњу и да стварају нове финансијске инструменте који смањују каматни ризик.

Један од битних разлога за атрактивност финансијског тржишта – са гледишта финансијских инвеститора је у томе што и дугорочне хартије од вредности могу да буду ликвидне, уколико је развијено секундарно тржиште за тим папирима. Квалитет финансијског тржишта је у томе да се бар на неким сегментима тог тржишта могу у свако доба продати вредносни папири са дугим роковима доспећа или чак папири који уопште немају рок доспећа. На тим сегментима финансијског тржишта постоји довољна дубина чиме се обезбеђује ликвидност тих папира. На пример, акције компаније, које по дефиницији немају рок доспећа, могу се лако продати на секундарном тржишту уколико постоји довољна дубина на том тржишном сегменту. Такође, и довољно сигурне обвезнице са роком доспећа до више година могу се продати у свако доба на довољно развијеном секундарном тржишту.

Генерално се може оценити да добро функционисање разних сегмената финансијског тржишта у смислу обезбеђивања ликвидности позитивно делује на бржи пораст нових емисија вредносних папира и тиме на повећавање волумена финансијског тржишта.⁵

Од 1970-их година започео је брз раст финансијских иновација – стварању нових финансијских инструмената који раније нису били познати. Финансијске институције су развиле нове финансијске инструменте за управљање ризицима. Компаније из реалне сфере могу куповином тих финансијских инструмената да се заштите од каматних и курсних ризика.

Најмаркантнији продор у сфери финансијских иновација је развој деривативних инструмената као договор на формирање волатилних каматних стопа и девизних курсева у току 1970-их и 1980-их година. Формирано је тржиште фјучерса и опција у разним варијацијама, при чему су купци деривативних уговора компаније из реалне сфере, а продавци велике финансијске институције као провајдери ових деривативних уговора. Даља значајна финансијска иновација је такозвана секјуритизација кредита. Банке су традиционално имале залеђене активе у виду зајмова све до момента њиховог доспећа. Развојем финансијског тржишта дошло се на идеју да се блокови могу повезати у већи пакет који служи као покриће за емисију обвезница. Док банкарски зајмови по правилу нису утрживи, обвезнице емитоване на бази тих зајмова улазе у

⁵ Ћировић М. (2007) *Финансијска тржишта – Инструменти, институције, технологије*, Научно друштво Србије, Београд, страна 11

промет на финансијском тржишту. На тај начин банкарске институције долазе до свежег новца пре истека рока зајмова које су оригинално одобриле својим клијентима.⁶

4. Фактори развоја финансијских тржишта

Фактори који утичу на брзину развоја финансијских тржишта су:⁷

- Економски раст земље је битна детерминанта за развој финансијских тржишта. Висина тржишне капитализације компанија, које су регистроване на тржишту капитала, у знатној мери је повезана са достигнутим нивоом економског развоја земље. У групацији земаља у развоју, најбржи раст тржишта акцијског капитала остварен је у азијским земљама које су у дужем периоду имале високе стопе економског раста. Ипак код свих земаља не постоји довољно висок степен корелације нивоа економског развоја и тржишне капитализације услед разлика у деловању институционалних фактора.
- Постојање правне државе је кључна претпоставка за регуларно функционисање тржишне привреде и за развој финансијских тржишта. Потребан је не само адекватан систем правних прописа, који регулишу пословање у привреди и финансијама, него и да се обавезе из пословних уговора брзо спроводе у пракси. Правна држава обезбеђује супервизију финансијског тржишта преко специјалне државне институције. Строге новчане и затворске казне делују у правцу спречавања да појединци користе инсајдерске информације у циљу манипулације на финансијском тржишту на штету мањих инвеститора који немају приступ таквим информацијама. Успешан развој финансијских тржишта захтева висок степен поверења у регуларно функционисање овог тржишта.
- Структурална прилагођавања су веома важан фактор који утиче на перформансе компанија и посебно на њихову профитабилност. Снага и брзина структуралних трансформација у високој мери зависе од стручности и мотивисаности менаџмента компанија да постижу адекватне пословне резултате. На то у великој мери утичу механизми корпоративне управљачке контроле на нивоу компанија. Али корпоративна управљачка контрола постоји и на нивоу банака и тржишта капитала. Наиме, на тржишту капитала постоји могућност власничког преузимања оних компанија које остварују слабије резултате од потенцијално могућих. Такве компаније имају на тржишту капитала ниску тржишну вредност, па тако постају таргети за преузимање од стране пословно способних компанија. Власничко преузимање слабијих компанија по правилу доводи до промене менаџмента у њима, као и до увођења нових пословних стратегија и пословних процеса у циљу повећања њихове профитабилности и тржишне вредности.

⁶ Ђировић М. (2007) *Финансијска тржишта – Инструменти, институције, технологије*, Научно друштво Србије, Београд, страна 12

⁷ Исто, стране 12-14

- Психолошки фактори су такође један од фактора развоја финансијских тржишта. Уколико становништво у целини има већи степен аверзије према ризику, може се очекивати да ће развој финансијског система бити остварен првенствено кроз развој банкарских институција. Међутим, ако становништво показује већу спремност да преузме и одређене ризике у вези финансијских пласмана, постоје шире потенцијалне могућности за експанзију тржишта капитала. При томе, разне групе становништва прихватају различите степене ризица, при чему треба имати у виду да је висина ризица по правилу у корелацији са очекиваним стопама приноса.

5. Монетарна политика и нови финансијски инструменти

„Када бисмо вођење монетарне политике упоредили са вожњом аутомобила, онда се овде у ствари ради о аутомобилу који има врло непоуздан брзиномер, замагљен ветробран и непредвидиво или чак са застојем реагује на притисак на педалу за гас или за кочницу.“

Бен Бернанке, Гувернер Федералних Резерви

Начин функционисања финансијских тржишта последњих година је био суочен са великим променама од којих су се вероватно највеће промене догодиле у области кредитног ризица. Велике банке на развијеним финансијским тржиштима убрзано се удаљавају од традиционалних послова одобравања кредита и држања кредитних пласмана у билансу до доспелости. Све виде виде свој модел пословања као оригинарање кредитних потрживања (или паковање потраживања које су други оригинарали) и њихову продају инвеститорима. Кредит је сада постао артикал који се увелико купује и продаје на тржиштима, уместо да се држи на дуги рок у билансима финансијских посредника. Појачану трговину секјуритизованим кредитним инструментима прати експлозиван раст тржишта кредитних деривата. У међувремену, деривати и структурирани производи у другим ризичним категоријама, као што су каматне стопе, девизе и акције наставиле су са растом у погледу обима и сложености. Брзу иновацију финансијских инструмената прате и појачане активности нетрадиционалних финансијских играча попут хеџ фондова и фондова приватног капитала. Као институције, оне наравно нису нове, али је дошло до квалитативне промене у величини и предмету њихових активности где оне из улоге играча у ниши прелазе у главне учеснике и покретаче иновација у широком спектру тржишта и трансакција.

Већ се могу сагледати неке од промена у финансијским системима које су настале развојем финансијских инструмената. Када је реч о тржиштима, кључна промена јесте повећана ликвидност и трансферабилност ризица. Не само да стално има више инструмената и тржишта на којима се може остварити хеџинг за било који ризик или

трговати њима, већ је и стално већи пул партнера који су спремни да преузму једну или другу страну трансакције трансфера ризика - ако је цена права. Када аналитичари говоре о повећаној ликвидности тржишта, мисле на то да на све више тржишта једна актива може одмах да нађе купца по цени која не захтева превелику ликвидну премију. Други фактор који помаже да се повећа тржишна ликвидност је да има све више и више играча који су структурно бољи у њеном обезбеђивању. На пример, институционални инвеститори са дугим инвестиционим хоризонтима сада су постали највећи инвеститори у фондове приватног капитала и хеџ фондове. Пошто ови инвеститори могу да прихвате дуже периоде фиксирања, у нормалним временима, хеџ фондови и приватни капитални фондови могу да пружају промптну ликвидност тржиштима јер сами не морају да брину о потребама за ликвидношћу својих инвеститора. Фондови могу, међутим, да се суоче са захтевима за ликвидношћу других партнера, нарочито у стресним временима. Већа разноврсност играча и инструмената, као и повећање ликвидности, имали су дубок утицај на функционисање тржишта. Волатилност и премија ризика стално су падали током овог периода брзих иновација. До једног степена, ово је одражавало смањену реалну волатилност. Али, оно што је од веће важности, тржишта су постала структурно ефикаснија у одређивању цене ризика. Финансијске цене се сада активније него раније крећу према фундаменталним показатељима. Последица тога је да се крећемо према свету у коме се финансијски шокови лакше апсорбују него што је то раније био случај, јер сада постоји много већи пул играча који су спремни и способни да брзо прелазе са једног на друго тржиште.⁸

Несташица ликвидности на једном тржишту или финансијском сектору брзо може да се надокнади трансфером ликвидности са другог. Широке иновације на финансијским тржиштима, експанзија коришћења утрживих инструмената, појава нових играча, развој тржишта деривата и структурираних производа - донели су важне промене у начину на који се монетарна политика води, комуницира и преноси на привреду. Мада се ефекат монетарне политике на расположивост и трошкове банкарских кредита смањује, акције монетарне политике имају непосредне ефекте на приносе на финансијском тржишту и цену активе. Овај последњи развој може да буде позитиван, ако се наше намере добро преносе и инвеститори их коректно интерпретирају. Са друге стране, ово би могло да буде погубно, уколико то изазива већу волатилност.

Раније, банке су биле у центру процеса трансмисије монетарне политике. Постојање асиметричних информација о квалитету зајмопримаца дало је посебну улогу банкама у процењивању кредитне способности фирми и пружању екстерног финансирања. Осетљивост банкарских депозита на текућим рачунима на промене каматних стопа дало је монетарној политици снажан алат којим се утиче на банкарске активности мобилисања средстава и посредовања. Овај амбијент коренито мења развој нових финансијских производа и посредника. Банке преузимају нову улогу у оригинарању, сакупљању и дистрибуцији кредитних ризика изван банкарског система. На већини

⁸⁸ http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2007/5_6/UBS-Bankarstvo-5-6-2007-Draghi.pdf, приступљено 19.01.2013.

тржишта секуритизација банкарских кредита је у замаху и то утиче на начин на који функционише монетарна политика. Ширењем информација о фирмама, секјуритизација помаже да се умањи спред између трошкова интерног и екстерног финансирања. Могућност да се зајмови секуритизују и продају институционалним инвеститорима, као што су хед фондови, осигуравајуће компаније и пензиони фондови, опуштају банкарска ограничења у средствима за ново кредитирање. То такође дозвољава банкама да знатан део кредитног ризика трансферишу и умање своје захтеве за капиталом, чиме се омогућава даље повећање кредита.⁹

Док се улога банака у трансмисији монетарне политике умањује, други канали добијају на значају. У степену у коме финансијске иновације чине тржишта комплетнијим и ефикаснијим, текуће и очекиване промене званичних каматних стопа одмах се преносе на шири круг финансијске активе. Укупно, ефекти одлука монетарне политике на финансијска тржишта јачи су и бржи. Непосреднији утицај монетарне политике на широки круг цена активе може да има повољне импликације, јер пружа монетарним властима снажан инструмент за утицај на привреду.

Модификација цена активе утиче на потрошњу и инвестиционе одлуке. Ако је комуникација монетарне политике ефективна, ове промене могу делимично да ураде посао за централне банке. У исто време, уколико нисмо довољно пажљиви последице могу да буду разорне. Како односи између акција монетарне политике и тржишних очекивања добијају на значају, треба се чувати ризика појаве оног што је Алан Блиндер описао под изразом „пас јури свој реп“. Од битног је значаја да избегнемо ситуацију у којој финансијска тржишта очекују од централне банке а централна банка очекује од тржишта, при чему обе стране губе из вида основне факторе који одређују инфлацију.¹⁰

⁹ http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2007/5_6/UBS-Bankarstvo-5-6-2007-Draghi.pdf, приступљено 19.01.2013.

¹⁰ http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2007/5_6/UBS-Bankarstvo-5-6-2007-Draghi.pdf, приступљено 19.01.2013.

**ДРУГИ ДЕО
ИНСТРУМЕНТИ ТРЖИШТА
КАПИТАЛА**

1. Тржиште капитала

На тржишту капитала тргује се дугорочним финансијским инструментима. Основна функција овог тржишта је окупљање на одређеном месту у одређено време субјеката који имају и нуде капитал с једне стране и субјеката који траже капитал с друге стране. Субјекти који траже капитал су предузећа која прибављени капитал улажу у свој раст и развој с циљем максимизације добитка.

Док је инвеститорима на тржишту новца циљ да одрже реалну вредност финансијских средстава, инвеститори на тржишту капитала инвестирају дугорочно у циљу максимизирања профита. Због већег ризика који прати дугорочно инвестирање, каматне стопе на тржишту капитала су више у односу на важеће каматне стопе на тржишту новца.

На почетку списка економских мотива приватних токова капитала је остваривање високих профита који су везани за ниво стопе раста у земљи пласмана, а следе мотиви као што су проширење тржишта пласмана, снабдевање сировинама, јефтина радна снага, заобилажење царинских баријера и многи други. Капитал одлази тамо где је сигурност већа и где судство није корумпирано. Такође, капитал бежи из земље у којој влада инфлација, привредна рецесија и високи порези.¹¹

У условима рестриктивне кредитно-монетарне политике, када постоје проблеми са инфлаторним притисцима и структурним проблемима у привреди, тржиште капитала се мора развијати као основно тржиште фактора који чине срж тржишне привреде.¹²

Једна од значајних фаза у развоју тржишта капитала јесте јачање улоге финансијских институција – банака, осигуравајућих друштава, пензионих фондова, инвестиционих фондова.¹³

Тржиште капитала обезбеђује по тржишним условима недостајући капитал за привредни развој, остварује оптималну алокацију средстава и суфицитима покрива дефиците у капиталу предузећа, грађана и државе, утврђује реалну цену капитала, односно реалне каматне стопе. За развој тржишта капитала потребни су следећи услови:¹⁴

► Приближно уравнотежена понуда и тражња новца и конвертибилна валута,

► Транспарентна и стабилна економска политика,

¹¹ Стакић Б. (2012) *Међународне финансијске институције*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 214

¹² Интервју са Ерић Дејаном (2011) доступно на <http://www.ekapija.com/website/sr/page/405336>, приступљено 09.12.2012.

¹³ Предавања Ерић Дејана на Економском факултету у Крагујевцу, доступна на <http://www.ekfak.kg.ac.rs/sites/default/files/nastava/Novi%20Studijski%20Programi/III%20godina/FinansijskaTrzistaIFinansijskiInstrumenti/F.Trzista.pdf>, приступљено 09.12.2012.

¹⁴ Стакић Б. (2012) *Међународне финансијске институције*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 230

- ▶ Стабилан политички систем, динамичан и стабилан привредни развој,
- ▶ Ефикасна, конзистентна и транспарентна правна регулатива и судска заштита власника,
- ▶ Одговарајући обим и структура квалитетних финансијских инструмената.

Капитал брзо мења земље и привредне делатности и лоцира се према највећој заради и сигурности.

Постоји већи број фактора који утичу на међународно кретање капитала, али се наредна три могу издвојити као најзначајнији:

- Фактор међународне понуде капитала
- Фактор међународне потражње капитала
- Мотивациони фактор.¹⁵

2. Финансијски инструменти тржишта капитала

Тржиште капитала спаја компаније којима недостају дугорочна средства за развој пословних активности, са инвеститорима који имају средства за инвестирање, односно вишак новчаних средстава која су уштедели и који би желели да пласирају уз зарadu. За компаније је новац важан да би могле да се развијају и остварују пројекте који ће ојачати њихов положај на тржишту а тиме и профит. Да би то постигла предузећа треба да имају капитал да обезбеде основна средства, зграде, машине, опрему, зараде запосленима, средства за финансирање истраживања и развоја. Да би се обезбедио потребан додатни капитал компанијама у мање развијеним привредама, где тржиште капитала не функционише на задовољавајући начин, углавном се користе банкарски кредити.

У развијеним земљама, компаније ове потребе финансирају прикупљањем средстава емитовањем хартија од вредности, односно тржишта капитала. Приватна или државна компанија се претвара у компанију отворену према јавности и врши се емисија и пласман њених хартија од вредности којима се може слободно трговати. На тај начин, компанија продаје део власништва над својим бизнисом сваком појединачном инвеститору, односно купцу акција и тако задовољава своје финансијске потребе. Два најзначајнија финансијска инструмента тржишта капитала су акције и обвезнице.

¹⁵ Унковић М. (2010) *Међународна економија*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 128

2.1. Акције

Акције представљају најпознатији и најзначајнији финансијски инструмент на тржишту капитала. Поседовање акције значи поседовање власништва над компанијом. Номинална вредност је вредност акције при њеном емитовању и представља обрачунску категорију којом се изражава сразмеран удео власника дате акције у укупном капиталу. Тржишна вредност акције одражава вредност акција предузећа на тржишту и свакодневно се мења у трговању на берзи зависећи од пословне судбине предузећа, текућег пословања, тржишних фактора, перспектива предузећа за раст и развој. За разлику од дужничких хартија, све док предузеће има пословну активност акције никада не доспевају за наплату.

Постоје два основна вида акција: обичне акције и преференцијалне акције. Власници обичних акција имају одређена права везана за управљање што последично обавезује јавну компанију да им обезбеди редовне извештаје о свом пословању. За њих је битно да буду обавештени о кретању цена акција и о сваком битном догађају који може имати утицаја на пословање компаније.

Обичне акције дакле носе пуно право гласа и управљања компанијом и лако су утрживе. Стога се сматра да је ова врста хартија од вредности најликвиднија, наравно ако је компанија добра и тржиште ликвидно. Међутим уколико дође до банкротства фирме, ова категорија акционара ће се последња наплатити, чиме се успоставља веза са правом на управљање и одговорношћу коју то право носи. За разлику од обичних акција, приоритетне акције не дају право на управљање, али зато њихови власници имају приоритет у исплати дивиденди, као и у случају банкротства фирме у односу на власнике обичних акција, али после осталих кредитора, као што су власници обвезница и други повериоци. Они, такође, због тога што им је редовна исплата дивиденде приоритет и што је не реинвестирају, не уживају ни предности капиталних добитака у случају раста вредности акција на тржишту. Уколико не постоји могућност исплате дивиденде у току године због слабог финансијског резултата, дивиденде се кумулирају до периода када се појави могућност њихове исплате, до када представљају дуг фирме.¹⁶

Конвертибилне приоритетне акције су посебно интересантне за инвеститоре који желе да сачекају време када компанија уђе у фазу брзог раста да би тај моменат искористили за конвезију у обичне акције и уживали предности капиталног добитка као једног од најважнијих извора високе зараде. Оно на шта се мора обратити посебна пажња јесте чињеница да цена ових акција у великој мери зависи од кретања цене обичних акција у које могу бити конвертоване.

¹⁶ Јеремић З. (2012) *Финансијска тржишта и финансијски посредници*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 83-84

Акције најквалитетнијих великих компанија, добро познатих широкој јавности које редовно исплаћују дивиденде у дужем периоду, малог ризика и малог приноса познате су под називом Blue Chip Shares.

Growth Shares су углавном акције фирми које имају висок потенцијал за брз раст али обично не исплаћују дивиденде већ их улажу у даљи развој са главним мотивом капиталне добити.

Income shares су акције зрелих компанија које стабилно послују и редовно исплаћују дивиденде. У питању су зреле компаније које су завршиле фазу брзог раста.

Penny Shares су акције које носе висок ризик, складно високом ризику и високу могућност зараде, представљају акције новијих фирми које се емитују по ниским ценама.

Акцијама се тргује на берзи која прописује правила за листирање компанија. Само пословање са хартијама од вредности се одвија на примарном и секундарном тржишту. Примарно тржиште је када компанија први пут емитује хартију од вредности, односно када излази у јавност емитујући акције или обвезнице да би прикупила потребан капитал за своје пословање. Прва емисија хартија од вредности се назива Иницијална јавна понуда. Секундарно тржиште је тржиште на којем се тргује већ емитованим хартијама од вредности између институција и индивидуалних инвеститора. То се дешава на организованим тржиштима попут берзи или ОТЦ тржишта. Улога секундарног трговања огледа се у спајању купаца и продаваца који ће закључити трансакцију по цени која се формира, што се најчешће одвија на берзама.¹⁷

2.2. Обвезнице

Обвезница представља финансијски инструмент којим се њен емитент обавезује да ће у року доспећа платити купцу позајмљени износ главнице увећан за камату. Емитенти обвезница могу бити корпорације, федерална влада или владе држава, локалне владе које у случају недостатка средстава за финансирање својих потреба издају обвезнице.

Обвезнице су супститут дугорочном кредиту јер представљају дужничке хартије од вредности, са роком доспећа преко једне године. Висина каматне стопе зависи од рока доспећа обвезнице јер су дугорочне обвезнице услед неизвесности опстанка емитента до момента њиховог доспећа ризичније. Са друге стране, уколико је власницима дугорочних обвезница потребан новац они су принуђени да раније продају обвезницу, по цени која зависи од услова на тржишту уз дисконт за период до доспећа.

¹⁷ Јеремић З. (2012) *Финансијска тржишта и финансијски посредници*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 86

Битна карактеристика обвезница јесте кредитни ризик оличен у вероватноћи да зајмопримац неће успети да исплати део камате или главницу због чега купци обвезница које носе већи ризик захтевају већу каматну стопу.

Основна подела обвезница према емитентима је подела на државне обвезнице и корпоративне обвезнице.

Државне обвезнице имају ниже каматне стопе од корпоративних јер су праћене мањим ризиком због чињенице да није могуће да држава банкротира. Међутим, ризик зависи и од рејтинга земље емитента што имплицира да обвезнице земаља које имају слабији рејтинг имају вишу каматну стопу увећану за ризик земље (немогућност отплате њених дугова). Камата на већину обвезница представља приход који се опорезује, што власника обвезнице излаже обавези плаћања дела камате као пореза на доходак. Зато је битан начин на који порески закони третирају приходе остварене од обвезница, јер у неким земљама купци обвезница не морају да плате пораз на доходак.

Државне обвезнице по правилу имају нижу каматну стопу од обвезница које издају компаније не само због мањег ризика већ и због пореске стимулације које државе и владе дају да би стимулисале њихову продају на тржишту.¹⁸

Жеља за растом и развојем компанија доводи до потребе за финансирањем из различитих извора. Један облик прикупљања потребних средстава јесте емисијом обвезница компанија које као компензацију за свој проблематичан рејтинг нуде прилично високе каматне стопе. Приход овакве емисије може бити значајан, али уколико послови у које је овај капитал уложен не донесу довољан приход долази до банкрота компанија и наплате купаца из стечајне масе. С циљем изналажења што погоднијих инструмената за финансирање корпорација дошло је до појаве конвертибилних корпоративних обвезница које комбинују елементе власничких и дужничких папира. Купац ових обвезница има право да их конвертује и из дужничког инструмента фактички пређе у власнички, односно из обвезнице у акције према унапред утврђеној формули при емитовању обвезнице.

Муниципалне обвезнице представљају дужничке хартије од вредности емитоване од стране државе или локалних власти, градова, општина, локалних заједница за прикупљање неопходних средстава неопходних за реализацију одређених пројеката или премошћавање ликвидности у одређеном периоду. Принос на муниципалне обвезнице је најчешће већи од приноса који би се остварио улагањем у државне обвезнице или орочавањем депозита у банци. Такође, у највећем броју случајева, инвеститор је ослобођен плаћања пореза.

Емисија муниципалних обвезница нуди прибављање великог износа капитала одједном, уз нижу каматну стопу у односу на остале инструменте задуживања. Услови под којима

¹⁸ Јеремић З. (2012) *Финансијска тржишта и финансијски посредници*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 53

са емитују муниципалне обвезнице доказују обострану исплативост, како за емитента тако и за инвеститоре.¹⁹

2.3. Разлике између обвезница и акција

И акције и обвезнице као два основна финансијска инструмента тржишта капитала служе за дугорочније потребе емитената. Одлуку о избору између ова два финансијска инструмента менаџмент компаније доноси на бази низа фактора уважавањем следећих карактеристика:²⁰

- Власници, односно законити имаоци обвезница су кредитори предузећа емитента, а не његови власници. Обвезница представља супститут кредита.
- Обвезнице као хартије од вредности доспевају после одређеног времена и тада их емитент мора откупити од њиховог имаоца по њиховој номиналној вредности. Акције пак, немају рок доспећа и могу остати неисплаћене све док постоји предузеће емитент, али власник може да их прода по њиховој тржишној цени у оном тренутку за који се он сам одлучи и тако да дође до потребне готовине.
- Камата, као приход од обвезница, представља уговорну обавезу емитента. То значи да је он мора исплатити. У противном следе санкције – принудна наплата. Дивиденда пак, као приход од акција не представља правну обавезу емитента, све док је управни одбор акционарског друштва званично не објави.
- Битна карактеристика камате је и та што је она унапред уговорена, док износ дивиденде који ће бити исплаћен зависи од оствареног пословног успеха. То значи да она може бити и знатно виша од камате, уколико акционарско друштво успешно послује, али и знатно нижа у случају лошег пословања акционарског друштва - емитента.
- Право управљања и контроле акционарских друштава представља једно од основних права власника акција, док то право не постоји код купаца обвезница.
- Уколико дође до ликвидације или банкротства акционарског друштва тада власници обвезница имају приоритет у односу на власнике акција у наплати својих потраживања из ликвидационе односно стечајне масе.

¹⁹ Јеремић З. (2012) *Финансијска тржишта и финансијски посредници*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 58

²⁰ Исто, страна 53

2.4. Анализа профитабилности из перспективе инвеститора

Данас у свету инвеститори на различитим тржиштима капитала размењују милионе хартија од вредности у намери да остваре жељене приносе. У том процесу, они стално размишљају о одговорима на питања „Да ли купљене и продате акције вреде баш толико? Да ли можда са куповином и продајом акција треба сачекати?“. Процес одлучивања о инвестирању средстава додатно усложњава и чињеница да тржишне цене акција увек одступају од њихове књиговодствене вредности.

Виђење профитабилности предузећа из перспективе инвеститора је нешто другачије у односу на приступ који имају рачуновође у финансијским извештајима јер инвеститори своје одлуке базирају на очекиваним добицима, очекиваним новчаним токовима и очекиваним приносима.

Карактеристике анализе профитабилности у односу на финансијску анализу могу се систематизовати на следећи начин:²¹

- Информациона основа за анализу је шира, јер подразумева комбиновање тржишних информација са информацијама садржаним у финансијским извештајима,
- Резултати ове анализе представљају кључне инпуте у процесу утврђивања очекиваних приноса акционара,
- Један део показатеља је оптерећен проблемом неупоредивости и то не само између различитих предузећа, већ и у времену у оквиру истог предузећа,
- Интерпретација ових показатеља је веома деликатна, делом због неупоредивности, а делом и због тога што су резултати подложни утицајима одлука из домена политике дивиденди, инвестиционе политике, политике финансирања и
- Ови показатељи нису имуни на опасности које произилазе из некоректне примене рачуноводствених политика које угрожавају квалитет информација садржаних у финансијским извештајима.

Показатељи који су најзаступљенији у релевантној литератури и који имају најширу практичну примену су добитак по акцији, однос између тржишне и књиговодствене вредности, рацио плаћања дивиденди, стопа задржавања добитка, интерна стопа приноса, дивидендни принос и укупан принос акционара. Ови показатељи су релевантни за акционарска предузећа, чије се акције котирају на берзи. Рацио рентабилитета повезана са акцијама означавају се још и као показатељи тржишне вредности или показатељи власништва.²²

²¹ Стевановић Н., Малинић Д., Милићевић В. (2010) *Управљачко рачуноводство*, Економски факултет, Београд, стране 158-159

²² Пешаљ Б. (2006) *Мерење перформанси предузећа*, Економски факултет, Београд, страна 78

2.4.1. Добитак по акцији

Добитак по акцији одражава превођење укупног нето добитка предузећа у добитак по акцији као меру створеног добитка доступног обичним акционарима по основу поседовања једне акције. Добитак по акцији представља добру полазну основу за пројектовање будућих добитних остварења предузећа и потенцијалних приноса акционара. Финансијски аналитичари у пракси веома често користе добитак по акцији као мерило рентабилитета предузећа.

Довољна потврда важности добитка по акцији је наметнута обавеза отвореним акционарским друштвима од стране међународних стандарда (МРС 33 Зарада по акцији) да на самом обрасцу рачуна успеха обелодане информације о основној и умањеној заради по акцији.

У најопштијем смислу, обрачунавање добитка по акцији подразумева стављање у однос нето добитка и броја обичних акција. Међутим, прецизно израчунавање добитка по акцији подразумева уважавање нивоа комплексности структуре капитала предузећа. Зависно од сложености и структуре капитала може се правити разлика између два метода обрачуна:

1. Обрачун у условима када постоји једноставна структура капитала – основни добитак по акцији.
2. Обрачун у условима када постоји комплексна структура капитала – поред основног добитка по акцији израчунава се и умањени добитак по акцији.

Основни добитак по акцији се обрачунава у ситуацијама када је структура капитала једноставна – када у структури извора финансирања не постоје преференцијалне акције са правом замене у обичне акције, конвертибилне обвезнице, опције на акције или издати варанти.²³

Добитак по акцији = добитак доступан власницима обичних акција / пондерисани просечни број обичних акција = (нето добитак после пореза – преференцијалне дивиденде) / пондерисани просечни број обичних акција

Атрактивност овог показатеља за инвеститоре одређена је чињеницом да он указује на способност менаџмента да ствара приносе за власнике. Пораст вредности овог рачуна упућује на закључак о повећаној зарађивачкој способности предузећа, што би требало да утиче на повећање тржишне вредности предузећа. Добитак по акцији наговештава могућности за финансирање профитабилних пројеката из интерних извора. Задржавање дела добитка у предузећу, уместо његове исплате власницима, указује на потенцијални

²³ Стевановић Н., Малинић Д., Милићевић В. (2010) *Управљачко рачуноводство*, Економски факултет, Београд, страна 161

раст из интерних извора, за шта власници могу бити заинтересовани када је очекивани принос на реинвестирани добитак већи од приноса у виду текућих дивиденди.

Уколико предузеће ставља акценат на краткорочне перформансе и у тој намери предузима активности које повећавају текући добитак по акцији (на пример, одустајање од одржавања капацитета, продаја делова имовине), али угрожавају будућа остварења предузећа, то ће онда и поред раста добитка по акцији водити смањењу тржишне вредности предузећа.²⁴

Битан проблем овог показатеља односи се на његову неупоредивост. Будући да и слична предузећа са готово истим капиталом могу имати потпуно различите добитке по акцији због различитог броја акција, упоредивост је спорна. Такође, и сама упоредивост на нивоу истог предузећа током времена може бити угрожена због регуларних операција са акцијама попут емисије нових акција и откуп сопствених акција. Из свега наведеног, потребно је са високим степеном опрезности интерпретирати овај рацио.

Сложена структура капитала постоји у оним предузећима која поред обичних и неконвертибилних преференцијалних акција, имају у својим изворима финансирања финансијске инструменте који се могу конвертовати у обичне акције. Ту спадају преференцијалне акције које носе право замене за обичне акције, конвертибилне обвезнице, опције на акције и варанти. Присуство оваквих инструмената отвара могућност емитовања додатних обичних акција, што би повећало број обичних акција у оптицају и водило разводњавању власничке структуре.

У оваквим условима јавља се потреба да се поред основног добитка по акцији, обрачунава и умањени добитак по акцији.

Умањени добитак по акцији = (добитак доступан постојећим обичним акционарима + преференцијалне дивиденде + расходи камата на обвезнице умањени за пореске уштеде) / (пондерисани просечни број постојећих обичних акција + пондерисани просечни број обичних акција по основу могуће конверзије преференцијалних акција + пондерисани просечни број обичних акција по основу могуће конверзије обвезница)

2.4.2. Р/Е рацио и однос између тржишне и књиговодствене вредности

Рацио тржишне цене акција и добитка по акцији показује колико су инвеститори спремни да плате за један динар добитка предузећа.

$$\text{Р/Е РАЦИО} = \text{ТРЖИШНА ЦЕНА АКЦИЈА} / \text{ОСНОВНИ ДОБИТАК ПО АКЦИЈИ}$$

²⁴ Brigham E., Houston J. (2004) *Fundamentals of Financial Management*, Thomson, Mason, Ohio, страна 26

Ово је важан индикатор за будуће инвеститоре, ако је он већи то значи да акционари имају велика очекивања од овог предузећа. Већа вредност указује на будући раст нето добитка, што значи да улагачи имају поверење у предузеће.²⁵

Ипак, при интерпретацији добијених резултата неопходна је значајна доза опрезности јер постоје ситуације када куповина јефтинијих акција са нижом вредности рачуна може бити профитабилнија опција од куповине скупљих акција са високом вредности овог рачуна због постојања неизвесности у остваривању добитака, сектора који традиционално доносе ниске приносе и предузећа чије су перспективе у погледу раста веома лоше.²⁶

Такође, и у пракси се могу препознати ситуације у којима висок рачун не значи нужно да су акције скупе. Пословање предузећа у високо растућим секторима са одличним перспективама за раст, висок степен поверења инвеститора у прогнозе менаџмента, предвидивост будућих добитака, високе баријере за улазак других предузећа и креирање додатне вредности су неки од елемената који указују да вреди платити високу цену за акције које ће донети веће приносе у будућности.²⁷

Књиговодствена вредност капитала представља разлику између имовине предузећа исказане у активи и постојећих обавеза у пасиви. Реч је о нето вредности имовине предузећа на одређени дан према стању у билансу.

Књиговодствена вредност капитала укључује кумулативни износ инвестираног капитала, који је стечен непосредно, куповином емитованих акција и индиректно задржавањем дела створеног добитка. За разлику од књиговодствене вредности, тржишна цена инкорпорира будуће перформансе предузећа, односно она је одраз очекивања инвеститора у погледу перспективних новчаних токова и добитних остварења. По правилу, код здравих компанија, тржишна вредност акција је већа од њихове књиговодствене вредности.

Однос између тржишне цене и књиговодствене вредности акција представља меру одступања између ових вредности.

$\text{Тржишна / књиговодствена вредност} = \text{тржишна цена акција} / \text{књиговодствена вредност акција}$

Приликом сагледавања и тумачења овог рачуна треба имати у виду следеће:²⁸

1. Успешна предузећа треба да имају овај рачун већи од 1, будући да би њихова добитна остварења и добра финансијско-структурна позиција требало да се преточи у адекватну тржишну цену акција.
2. Већа вредност рачуна представља потврду очекивања инвеститора да ће предузеће стварати исте или веће приносе у наредним периодима.

²⁵ Кнежевић Г. (2009) *Анализа финансијских извештаја*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 125

²⁶ Стевановић Н., Малинић Д., Милићевић В., (2010) *Управљачко рачуноводство*, Економски факултет, Београд, страна 170

²⁷ Cahill M. (2003) *Analyzing Companies & Valuing Shares*, Prentice Hall, London, стране 146-149

²⁸ Стевановић Н., Малинић Д., Милићевић В., (2010) *Управљачко рачуноводство*, Економски факултет, Београд, страна 173

3. Предузећа која имају потребе за високим ангажовањем фиксне имовине и последично високим изворима сопственог капитала имаће мању вредност овог рачија у односу на предузећа која се баве услужним делатностима, што значи да ће његова висина варирати у зависности од тоа коју делатност предузеће обавља.
4. Треба имати у виду да се на висину овог рачија може утицати одлукама везаним за откуп акција, као и применом рачуноводствених политика које могу утицати на приказивање већег или мањег износа капитала.

2.4.3. Рацио плаћања дивиденди и стопа задржавања добитка

Рацио плаћања дивиденди и стопа задржавања добитка представљају бројчани израз вечно присутне дилеме на подручју политике поделе добитка: колико од добитка поделити власницима обичних акција у виду новчаних дивиденди, а колико задржати (реинвестирати) у предузећу.²⁹

Веће исплате дивиденди се на тржишту разумеју као информациони сигнал менаџмента о добрим перспективама предузећа, што може позитивно утицати на повећање тржишне вредности предузећа. Али, с друге стране, предузећа која се одреде за веће задржавање добитка рачунају да ће на тај начин обезбедити више средстава за финансирање пројеката који би донели нове новчане токове и будуће добитке.

Рацио плаћања дивиденди = дивиденде обичним акционарима / (нето добитак – преференцијалне дивиденде) * 100

Стопа задржавања добитка = задржани добитак * 100 / (нето добитак – преференцијалне дивиденде)

Задржани добитак = нето добитак – укупне дивиденде

Предузећа која се котирају уобичајено воде политику стабилних дивиденди која не подразумева стабилан рацио плаћања, већ стабилне и благо растуће дивиденде по акцији, као и стабилан дивидендни принос по акцији.

Дивиденде имају значајан утицај на цену и вредност акције. Процене будућих дивиденди утичу на унутрашњу вредност акције, што дивиденду и њен раст чини кључним фактором у процени вредности акција. Фактори који утичу на раст дивиденди су:³⁰

- Нова емисија акција повећава капитал, а већи капитал генерише већи профит, што резултује растом дивиденди. Ако је, међутим, принос на нову инвестицију мањи од

²⁹ Стевановић Н., Малинић Д., Милићевић В. (2010) *Управљачко рачуноводство*, Економски факултет, Београд, страна 173

³⁰ Јеремић З. (2008) *Финансијска тржишта – Практикум*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 223

приноса на стари износ капитала, дивиденда по акцији ће се смањити, иако ће укупан износ дивиденди бити већи него пре емисије.

- Задржани профит повећава појединачну вредност акција, односно капитал, који генерише већи принос, што наравно утиче на пораст дивиденди како у укупном приносу, тако и по акцији.
- Пораст дивиденди као последица раста приноса на капитал, када он расте без неког очигледног разлога. Да би компанија имала стварног основа да исплаћује веће дивиденде, повећање приноса ипак мора да има реалну потпору у виду увећања капитала.

2.4.4. Дивидендни принос и укупни принос акционара

Основни мотив улагања инвеститора у акције је остварење адекватног приноса у складу са присутним ризиком.

Дивидендни принос означава стопу приноса коју власници обичних акција зарађују по основу примања у виду новчаних дивиденди. Дивидендни принос је индикатор способности предузећа да ствара добитке и позитивне новчане токове, као и индикатор спремности предузећа да један део створеног добитка исплати у виду дивиденди.

$$\text{Дивидендни принос} = (\text{дивиденда по обичној акцији} / \text{тржишна цена акција на крају године}) \times 100$$

Као што видимо из формуле, дивидендни принос рачунамо у односу на тржишну цену на крају године из чега произилази ригорозност овог начина исказивања приноса акционара. Његова основна предност у односу на друге показатеље произилази из чињенице да се он може поузданије поредити и у времену, али и са другим предузећима у оквиру исте гране.

Поред приноса у виду новчаних дивиденди, инвеститори у обичне акције очекују још и принос у виду капиталних добитака. Капитални добитак представља разлику између тржишне цене акција и ниже набавне цене акција. Показатељ под називом укупни принос акционара интегрише у свој обрачун и приносе од дивиденди и приносе од капиталних добитака – тиме представља најпотпуније мерило повећања или смањења богатства акционара.

$$\text{Укупан принос акционара} = [(\text{дивиденде по акцији} + (\text{тржишна цена акција на крају} - \text{тржишна цена акција на почетку периода})) / \text{тржишна цена на почетку периода}] * 100$$

Карактеристике обрачуна овог рачуна су у додавању капиталног добитка који се односи на дати обрачунски период. Такође, при обрачуна овог рачуна, посматра се прираст

богатства акционара у односу на почетну вредност улагања у посматраном периоду, због чега се у имениоцу узима тржишна цена акција на почетку периода.

Иако овај рачуно открива укупне приносе власника, ризично је користити га за процену доприноса менаџера оствареном успеху предузећа јер кретање цена акција није увек последица менаџерских одлука. Тржишна кретања могу понекад бити у великој мери изван могућности менаџера да на њих утичу. У таквим условима би процена квалитета менаџера и заснивање компензационих система на бази укупног акционарског приноса било погрешно.

3. Облици међународног кретања капитала

Слобода кретања капитала се најчешће врши у форми кредита, односно зајмова, портфолиа и страних директних улагања.³¹

Кредит је по дефиницији имовинско правни однос између дужника и повериоца у коме повериоц свој новац даје дужнику на одређено време и уз одређене услове. Други облик међународног кретања капитала су портфолио инвестиције, које се јављају у два облика у међународној пракси трговине са хартијама од вредности. Први облик се односи на

акције и обвезнице које служе за прикупљање средстава на неком међународном тржишту

капитала. Други облик портфолио инвестиција подразумева улагања у инострана привредна друштва, која не дају право управљања и контроле над њима, и немају значајног утицаја на пословање друштва у које је извршено улагање. Оно што карактерише први облик улагања портфолио инвестиција је остваривање добити од камате или капиталне добити, а у другом случају ликвидно и ефикасно пословање где су лоцирана средства. Трећи облик представљају директна страна улагања.

3.1. Стране директне инвестиције

Према дефиницији Међународног монетарног фонда, страно директно улагање, постоји када страни улагач (нерезидент) дође у посед 10% или више својинских удела економског субјекта резидента, са намером да остварује трајни пословни интерес у привредном субјекту у коме нема већински власнички део.

³¹ Аврамовић Н. (2009) *Право Европске уније*, Правни факултет за привреду и правосуђе, Нови Сад, страна 58

Страна улагања, независно од модела у којим се реализују, могу се поделити у два основна облика. Први представља она улагања која стварају нову производњу и имовину и називају се greenfield инвестиције. Овај вид инвестиција је најпогоднији за земљу резидента.

Други облик директних страних улагања представљају, brownfield инвестиције. Суштина ове врсте директних страних инвестиција је куповина постојећих постројења и предузећа, преузимање контроле у њима, са намером да нови власник управља предузећем ефикасније од предходног.

Поред ових облика страних директних улагања, постоје и следећи облици:

Заједничка улагања са партнером из земље домаћина где инвеститор управља уложеним средствима и висина профита зависи од успешности тог управљања. Међутим, инвеститор није самосталан у одучивању, већ је везан за домаћег партнера. Међународни мерцери који се односе на спајања два равноправна – једнака партнера. Имовина и операције две фирме које припадају различитим земљама се спајају тако да се оснива нов правни ентитет.

Међународне аквизиције представљају куповину друге компаније при чему се контрола над имовином и операцијама преноси са домаће на страну компанију, при чему домаћа компанија постаје филијала стране компаније.

Улагање у слободне експортне производне зоне које представљају улагање у подручја, односно делове територије једне земље ради обављања одређених послова (производња, дорада, оплемењивање, услужни послови) уз коришћење повластица (ослобађања од царинских, пореских и других дажбина и такси) које одобрава земља домаћин.³²

У директне инвестиције спадају и концесије. У ужем смислу концесија је уговорни однос у коме давалац њеном примаоцу уступа право коришћења неког природног богатства, јавног добра или обављања неке јавне службе. Такође, у ове послове се убрајају и послови који се обављају по БОТ систему – изгради, експлоатиши, трансфериши, који се најчешће практикују код изградње инфраструктурних објеката, саобраћајница и мостова. Ту су и послови Временског коришћења објеката када странац инвестира у изградњу хотела, пословних и стамбених објеката, да би их бесплатно користио одређени број година, а онда вратио власнику на даљу употребу.³³

Стране директне инвестиције су најпожељнији облик страних улагања за земљу пријема, уколико се ради о савременим технологијама и модерним производима. Стране директне инвестиције подразумевају улоге како у новчаном облику тако и у облику опредмећеног и неопредмећеног капитала (машине, опрема, менаџмент, права индустријске својине).

³² Козомара Ј. (2003) Слободне зоне – оазе извозних подстицаја, *Економски Анали*, Економски факултет, Београд, Број 157, април-јун, стране 167-178

³³ Унковић М. (2010) *Међународна економија*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 129

Страну директну инвестицију чине три компоненте:³⁴

1. Власнички капитал који представља део предузећа који купује страни директни инвеститор у земљи различитој од своје.
2. Реинвестиране зараде које чине део зарада страног инвеститора које нису распоређене као дивиденда, већ је то профит који се поново инвестира.
3. Позајмљивање које укључује краткорочно и дугорочно позајмљивање средстава између матичног предузећа и филијала, као и између страних филијала, познато како интракомпанијско (интрафирмско) финансирање.

Утицај кризе се осетио и на кретање и интензитет страних директних инвестиција. Либерализација и дерегулација су у почетку давале јачи импулс интензивирању страних директних инвестиција што је изазвало превелико сељење капитала уз веома јефтину снагу и довело до пораста незапослености у развијеним земљама запада. Развијене земље запада јесу одиграле главну улогу у кретању капитала јер располажу капиталом, технологијама и образованом и стручном радном снагом. Привредно мање развијене земље делом су успеле да ублаже светску економску кризу јер имају ресурсе, јефтину радну снагу и велики број потрошача.

Главни субјекти директних инвестиција у свету су транснационалне компаније, које најчешће улажу у експлоатацију сировина и прерађивачки комплекс. Као и код портфолио инвестиција, мотиви директног инвестирања су већи приноси и диверзификација ризика. Жеља за стварањем већег профита подстиче многа предузећа да своје пословање прошире на инострано тржиште. Истраживања су показала да извозно оријентисана предузећа остварују веће профите од вредузећа са искључивом оријентацијом на домаће тржиште. Такође, извозно усмерене привреде остварују више стопе привредног раста од земаља усмерених на унутрашње тржиште.³⁵

Динамичан раст страних директних инвестиција у послератном периоду приписује се разгранатој мрежи транснационалних компанија у светској привреди. Истраживања су показала да стране директне инвестиције могу утицати на привреду једне земље, како позитивно тако и негативно.³⁶

Укупно стање страних директних инвестиција је крајем 2007. године износило 15.211 милијарди долара. У поређењу са 2006. годином, остварен је прираст стања страних директних инвестиција у 2007. години у износу од 2.740 милијарди долара. Динамичан раст СДИ у периоду 2000. – 2007. године настао је деловањем око 79.000 транснационалних компанија, које су имале мрежу од преко 790.000 филијала у иностранству. Ова мрежа филијала у свету је 2007. године остварила укупну производњу у износу од око 6.000 милијарди долара, што је чинило 11% глобалног БДП-а у 2007. години.³⁷

³⁴ Стакић Б. (2012) *Међународне финансијске институције*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 225

³⁵ Салваторе Д. (2009) *Међународна економија*, девето издање, Економски факултет, Београд, страна 435

³⁶ Morgan H. (2006) *Harnessing Foreign Direct Investment for Development: Policies for Developed and Developing countries*, Brookings Institution Press, Brookings, страна 5

³⁷ Ковачевић Р. (2010) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд, страна 513

Раст међуграничних мерцера и аквизија достигао је врхунац у 2007. години, када је овај вид кретања међународног капитала достигао износ од преко 1.600 милијарди долара. Високе стопе привредног раста у свету, као и високи профити корпорација су појачали инвестиционо ангажовање транснационалних компанија, куповином предузећа у иностранству. Од укупног броја мерцера и аквизиција у 2007. години, њих 300 је имало појединачну вредност од преко 1 милијарде долара, а њихова укупна вредност је представљала 71% вредности укупног износа мерцера и аквизиција у датој години.³⁸

Мада су земље у развоју оствариле рекордан прилив СДИ у 2007. години, њихово учешће у укупном светском приливу СДИ је износило 27%, што је мање од учешћа у 2006. години у износу од 29% и учешћа у 2005. години у износу од 33%. Преовлађујући део светског прилива СДИ у 2007. години припао је развијеним земљама (чак 68%).³⁹ Светске СДИ у 2008. години су опале за 14,5% због великог смањења њиховог прилива у европске земље у виду мерцера и аквизиција.⁴⁰

3.2. Стране портфолио инвестиције (тржиште капитала)

Портфолио инвестиције представљају улагања у куповину финансијских актива. Најчешћи инструменти којима се тргује су акције и обвезнице који се могу груписати у дужничке и власничке инструменте. Обвезнице су дужнички инструмент јер емитент ових инструмената има обавезу да о доспећу инструмента исплати фиксни износ, који обухвата главницу и камату – независно од економских резултата свог пословања. Акције спадају у власничке инструменте јер њихов власник има право да учествује у одлучивању и расподели профита.

Инвестирање у обе врсте инструмената носи ризике. Реални приноси на инвестиције у ове инструменте широм света могу значајно да се разликују због нивоа цена и девизног курса. Постоје и пословни ризици везани за могуће банкротство, државна ограничења и слично. Ризик је већи у случајевима када се купују иностране хартије од вредности због мањег познавања иностраног тржишта. Али, спремност инвеститора да купују хартије од вредности са вишим ризицима је по правилу опредељена њиховим вишим приносима. Инвеститори несклони ризику су кроз ширење асортимана улагања открили могућност да своју имовину распореде у различите финансијске инструменте чиме се постиже диверзификација портфолија.

Управљање међународним портфолијом хартија од вредности је веома сложен и одговоран посао и зато се оно препушта специјалистима за ту област, који располажу потребним информацијама и знањем, као и специјализованим инвестиционим и консултантским фирмама.⁴¹

³⁸ UNCTAD (2008) Trade and Development Report, UNCTAD, New York, страна 6

³⁹ Исто, страна 37

⁴⁰ UNCTAD (2009a) Trade and Development Report, UNCTAD, New York, страна 16

⁴¹ Капор П. (2010) *Међународне пословне финансије*, Универзитет Мегатренд, Београд, страна 149

Данас се под портфолио инвестицијама подразумева куповина власничких хартија – акција са правом гласа у висини до 10 одсто укупног акцијског капитала предузећа. Овај вид инвестирања се оперативно спроводи уз помоћ банака и инвестиционих фондова.⁴²

Временска неусклађеност фаза коњуктурног циклуса настаје услед разлика које постоје у структури привреде, институционалној структури, расположивим факторима производње и комбинацији економских политика.⁴³ Због разлика у коњуктурним циклусима у светској привреди разликују се и разлике у стопама приноса, посебно на акције. Стога, за опрезног инвеститора је боље да своју имовину држи распоређену у хартије од вредности различитих земаља чиме се повећава вероватноћа да ће се приноси хартија једне земље кретати инверзно у односу на приносе хартија друге земље чиме се отвара могућност да се оствари већи просечни принос инвестиција.

Нето прилив портфолио инвестиција у ЗУР испољио је тенденцију раста у периоду 2001. – 2007. године. Овај вид нето прилива капитала у ЗУР у 2007. години је чинио око 12% укупног нето прилива капитала у ове земље. До значајног пада прилива портфолио инвестиција је дошло 2008. године због појачаног утицаја светске економске кризе.

Земље са тржиштем у настајању су у периоду 2000. – 2007. године постигле висок степен интеграције свог финансијског сектора са тржиштем капитала развијених земаља. На то указује учешће иностраних приватних портфолио инвестиција у финансијској активи ових земаља, као и учешће банкарских зајмова у укупном приливу капитала у ове земље. Укупни прилив приватног капитала у ове земље порастао је од 4% њиховог БДП-а у 2003, години на 10,7% њиховог БДП-а у 2007. години. У исто време, многе компаније из земаља са тржиштем у настајању су постале носиоци директних инвестиција, како у развијеним земљама, тако и у земљама у развоју (Кина, Бразил, Индија, Кореја, Руска Федерација).⁴⁴

3.3. Међународно кретање капитала након слома Бретонвудског система

Напуштањем Бретонвудског система 1973. године уследио је период слободног пливања валута, који је довео до постепене либерализације рачуна капитала. Порасли су међународни токови капитала. Развијеним земљама више није била потребна контрола капитала као инструмент за одржавање фиксних девизних курсева њихових валута.

Прилив капитала у ЗУР током наредних година је растао у виду краткорочних зајмова у доларима или другим међународним валутама уз променљиве каматне стопе. Позајмљени капитал је коришћен за финансирање фискалних дефицита и приватну

⁴² Ковачевић Р. (2010) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд, страна 510

⁴³ Moosa A. (2010) *International Finance: An Analytical Approach*, Third Edition, McGraw-Hill, Boston, страна 464

⁴⁴ Ковачевић Р. (2010) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд, страна 512

потрошњу у ЗУР. У бројним случајевима, прилив капитала је проузроковао апресијацију валута, што је појевтинило увоз и подстакло потрошњу.⁴⁵

Овакви токови капитала нису били одрживи на дужи рок јер су формирали валутне неусклађености и краткорочне структуре зајмова, појаве које су пратиле све финансијске кризе које су погодиле земље са тржиштем у настајању током 1980-их и 1990-их година. Након избијања дужничке кризе 1982. године, па до краја те деценије, инвеститори из развијених земаља су избегавали ЗУР са великим спољним дугом. Међуграничне позајмице капитала су забележиле највећи пад. Са великим отписом дугова земљама у развоју које су спровеле банке из развијених земаља, аверзија према ризику значајно је обесхрабрила нове инвестиције у ЗУР.⁴⁶

Годишњи пораст међународних токова капитала доживео је снажан успон од 1980. године. Слободни токови робе, услуга, капитала и радне снаге допринели су порасту међузависности светске привреде и растућој финансијској интеграцији. Овај раст је заиста импресиван ако се има у виду да су укупни годишњи токови капитала порасли са нешто мање од пет стотина милијарди долара 1980. године на преко шест хиљада милијарди долара у 2005. години. Током 1980-их банкарски и остали токови, а у мањој мери и стране директне инвестиције, су имали доминантан удео у кретању капитала, док релативно учешће банкарских токова остаје непромењено.⁴⁷

Раст међународне мобилности капитала иде у корак са порастом обима трансакција на девизном тржишту. Повезаност ова два тржишта све је већа са порастом међународне диверзификације портфолија. Постепено уклањање препрека за међународно кретање капитала довело је до снажног развоја међународног тржишта капитала.

Не треба изгубити из вида да уколико земља ограничи кретање капитала, она може да избегне тежак избор између стабилности девизног курса и аутономије монетарне политике. Управо је ово разлог због којег су многе европске земље задржале контролу над кретањем капитала све до почетка 1990-их година када је уведена потпуна мобилност капитала.

Захваљујући динамичном расту токова капитала, удео иностране активе у светском аутпуту је порастао на 25% 1980. године и 62% у 1995. години. Тиме је ово учешће скоро дуплирано у поређењу са раздобљем 1900. – 1914. године.⁴⁸

Криза из 2007. године довела је до значајног смањења прилива приватног капитала у земље у развоју у поређењу са периодом 2003 - 2007. године. Нето међународни токови

⁴⁵ Rodrik D., Subramanian A. (2009) Why did financial globalisation disappoint?, *IMF Staff papers*, Vol. 56, No. 1, стране 114-115

⁴⁶ Ковачевић Р. (2010) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд, страна 531

⁴⁷ Eicher T., Mutti H., Turnovsky H. (2009) *International Economics*, seventh edition, Routledge, London, страна 471

⁴⁸ Obstfeld M., Taylor A., (2002) *Globalization and Capital Markets*, *NBER Working paper* No. 8846, NBER, Massachusetts, страна 25

приватног капитала у земље у развоју су опали на 707 милијарди долара у 2008. години са рекордног нивоа у износу од 1.200 милијарди долара из 2007. године.⁴⁹

Иако се ради о значајним износима капитала који је ушао у земље у развоју до 2007. године, овај прилив је био неравномеран. Развијеније земље у развоју, са јачом инфраструктурном и индустријском основом су привукле већи део међународног приватног капитала, док су сиромашније земље ослонац тражиле у званичним изворима финансирања. Тенденција опадања прилива капитала пренета је и у наредне године.

За разлику од претходних година, када су стопе привредног раста земаља у развоју биле више и када је тржиште акција у тим земљама било у порасту, током 2009. године ситуација се погоршала. Смањивање међуграничних мерцера и аквизиција је поуздан сигнал успоравања прилива страних директних инвестиција у земље у развоју током 2009. године.

За разлику од периода 2003 – 2007. године када су се предузећа земаља са тржиштем у настајању задужила у иностранству у износу преко 1.200 милијарди долара посредством синдиката банака и продајом обвезница, док је државни сектор ових земаља привукао само 237 милијарди долара, ситуација се 2008. и 2009. године знатно променила у корист државног сектора.⁵⁰ Релативна стабилност страних директних инвестиција доводи се у везу са великим фиксним трошковима транснационалних компанија који су настали у процесу реализације страних директних инвестиција у земљама у развоју. Није лако демонтирати једно предузеће и преселити га у другу земљу, док се акције могу лако продати.

Убрзо је наступио период смањене банкарске активности домаћих банака у овим земљама, због промењених услова финансирања на светском тржишту. Глобализација банака је у овом случају показала да се мења механизам међународног преношења поремећаја. Испоставило се да су глобализоване банке способније да изађу на крај са локалним поремећајима, али истовремено глобализоване банке олакшавају међународно преношење поремећаја.⁵¹

Савремена економска и финансијска криза је показала да су земље у развоју посебно осетљиве на смањивање обима прилива капитала у њихове привреде. Довољно је само погледати какве последице за земље у развоју има смањивање расположивих фондова средстава која се користе за финансирање извоза. Велике светске комерцијалне банке су преусмериле токове финансирања трговине у развијене земље, док су земље у развоју остале ускраћене за знатан износ средстава за ове намене. Објашњење комерцијалних банака садржано је у констатацији да су погоршани услови повлачења кредита са међународног тржишта капитала и да то подиже цену финансирања извоза.

⁴⁹ Ковачевић Р. (2010) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд, страна 534

⁵⁰ World Bank (2009) *Global Development Finance 2009*, World Bank, Washington, DC, страна 39

⁵¹ Cetorelli N., Goldberg L. (2009) *Globalized Banks: Lending to Emerging Markets in the Crisis*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports no.377, страна 16

Значајно је сагледати и учешће везане трговине као начина за финансирање извоза, посебно у условима кризе. Везана трговина представља форму при којој купац намеће обавезу продавцу да прихвати поравнање испорука кроз симултану или одгођену куповину производа или услуга из земље купца. Чим се повећа учешће везане трговине, у међународној размени, то је сигуран знак појаве поремећаја и неравнотеже на глобалном, светском нивоу, чиме се ремете уобичајени токови размене засновани на класичном, редовном, увозу и извозу робе и услуга.⁵²

Врло је тешко на међународном нивоу одредити износ везаних послова јер су они углавном обавијени велом тајности, што последично чини податке недоступним. Оно што се претпоставља јесте да је учешће везане трговине у међународној размени око 25-30%. У послове везане трговине убрајају се:⁵³ компензациони (бартер) послови, мешовити бартер аранжмани, контракуповине, плаћање производњом (бај бек аранжмани), офсет аранжмани, послови претходне куповине.

3.4. Мере за привлачење и подстицање прилива страних улагања

Стране инвестиције представљају један од услова за економски развој, поготову у условима економске и финансијске кризе, недостатка сопственог капитала, постојања застереle технологије. Страним инвестицијама се поспешује отварање нових радних места, запошљавање, локални развој, повећава се извоз, смањује спољнотрговински дефицит и дефицит платног биланса, стимулишу се иновације... С друге стране, стране инвестиције са собом носе и одређене ризике и претње у виду могуће зависности економије од њиховог прилива, могуће прекомерне експлоатације природних ресурса, сумњивог порекла капитала који се улаже, тежње за краткорочним стицањем великог богатства и одлива домаћег капитала преко трансфера добити у иностранство.

Постоје четири начина на које земље настоје да привуку стране директне инвестиције:⁵⁴

1. Отклањање баријера за стране директне инвестиције: уклањањем рестрикција за улаз и оснивање, као и за пословање страних филијала;
2. Побољшавање третмана страних инвеститора пружајући им недискриминаторни третман у односу на домаће или друге стране инвеститоре;
3. Заштита страних инвеститора кроз одредбе о компензацији у случају национализације и експропријације, о решавању спорова и о гаранцијама за трансфер средстава;

⁵² Козомара Ј. (2005) *Спољнотрговинско пословање*, Институт за економску дипломатију, Београд, страна 489

⁵³ Исто, стране 489-496

⁵⁴ World Investment Report 2003, UN, UNCTAD, New York, страна 87

4. Промовисање прилива страних директних инвестиција кроз мере којима се унапређује имиџ земље, обезбеђују информације о инвестиционим могућностима, нуде подстицаји и олакшавају стране директне инвестиције путем институционалних и административних побољшања.

Најзначајније истраживање о факторима који утичу на стране директне инвестиције јесте истраживање које указује на следеће факторе:⁵⁵

- Величина тржишта и перспективе раста представљају један од најважнијих покретача прилива страних директних инвестиција. У овом контексту, регионална трговинска интеграција (као у случају ЕУ) може привући више СДИ из остатка света.
- Природни и људски ресурси: сировине, квалификована радна снага, полупроизводи привлаче прилив СДИ.
- Физичка, финансијска и технолошка инфраструктура, заједно са људским капиталом, спада у шири сет националних фактора који позитивно делује на прилив СДИ, пре свега кроз смањење трансакционих трошкова и повећање приноса од инвестиција.
- Ефекат агломерација појачава привлачност основних економских фактора. Постојање великог броја квалификоване радне снаге на инвестиционој алокацији, уз преливање знања и развоја често повећава профитабилност инвестиције. Због тога, постојање сличних активности на месту инвестирања посебно активности које спадају у знањем интензивне индустријске гране, подстиче прилив СДИ.
- Институционални и регулаторни оквир и оквири економске политике повезани су са претходним факторима тако што њихова складна примена смањује неизвесност и ризике предузимања инвестиција у датој привреди. Бироократија и рестриктивна административна пракса, удружени са корупцијом, повећавају трошкове и обесхрабрују прилив СДИ.
- Отвореност за међународну трговину заједно са приступом и растојањем од иностраних тржишта су важни фактори који посебно привлаче извозно оријентисане СДИ. Да би производња могла да се укључи у међународни ланац стварања вредности, потребни су слободни и трошковно ефикасни токови полупроизвода у оба правца.
- Заштита инвестиција и њихова промоција. Задовољавајућа заштита инвестиције, као што је транспарентна и конзистентна примена процедура разрешења спорова, представља вид минималних захтева за СДИ. Многе државе су отишле и даље у настојању да подстакну прилив СДИ тако што су развиле специјалне стимулативне шеме као што је ослобођење од пореза и други финансијски подстицаји, који утичу на стопу нето профита.

⁵⁵ Ковачевић Р. (2004) Утицај страних директних инвестиција на привредни раст – искуства земаља Европске Уније, доступно на <http://www.doiserbia.nb.rs/img/doi/0025-8555/2004/0025-85550404409K.pdf>, приступљено 26.01.2013.

Подстицаји привлачења страних директних инвестиција могу бити дати без икаквих ограничења или уз испуњење одређених услова који се односе на величину или циљ стране инвестиције. Често се предност даје великим инвеститорима. То може да води ка повољнијем положају страних инвеститора, који су много чешће у могућности да предузимају веће инвестиције од домаћих фирми. Мала и средња предузећа често не могу да испуне минимум захтева, у погледу величине инвестиције и запослености, како би постала подобна за добијање субвенција, било пореских умањења или примања директног подстицаја.⁵⁶

3. Регулатива тржишта капитала у Србији

Један од најважнијих задатака савременог тржишта капитала и укупне регулативе у вези са њим је заштита и очување интереса инвеститора, односно власника капитала. Из тих разлога у свим тржишним привредама интерес инвеститора мора бити примарно обезбеђен, а сам инвеститор приликом улагања свог капитала мора имати осећај потпуне сигурности и поверења у механизам тржишта капитала и државе као регулатора и контролора тог механизма. Заштита интереса инвеститора је једно од кључних питања које непосредно утиче на постојање и рад тржишта капитала.⁵⁷ Потреба за јачањем и унифицирањем регулативе на финансијским тржиштима уочена је још осамдесетих година прошлог века. Она је имала за циљ:⁵⁸

- Да заштити инвеститоре од обмана које могу настати прикривањем информација од стране емитената хартија од вредности,
- Да унапреди конкуренцију и коректно понашање на финансијском тржишту,
- Да побољша стабилност финансијских тржишта,
- Да ограничи активност концерна и монополистичког понашања на домаћем тржишту,
- Да контролише ниво економских активности.

Савремени процеси интернационализације националних финансијских тржишта и велика

флукуација новца и капитала која не признаје државне границе и национална ограничења, приморали су чланице ЕУ да своју правну регулативу у области укупне финансијске, односно берзанске трговине, хармонизују на наднационалном нивоу, сагласно директивама ЕУ. Тиме се јединственом регулативом на јединствени начин преуређује постојећа национална регулатива у савремену наднационалну регулативу ЕУ. На тај начин су права и обавезе свих инвеститора - улагача новца и капитала у свим

⁵⁶ Стакић Б. (2012) *Међународне финансијске институције*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 236

⁵⁷ http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2005/9_10/UBS-Bankarstvo-9-10-2005-Lazendic.pdf

⁵⁸ Fabozzi F., Modigliani F., Ferri M. (1994) *Foundations of Financial Markets and Institutions*, Prentice-Hall, International, USA, strana 47

земљама ЕУ, равноправно заштићена, а финансијска и берзанска трговина на тржишту капитала ЕУ јединствено регулисана.

Директиве дефинишу циљеве које треба постићи у одређеној области, док се избор метода и форме њиховог спровођења препуштају државама чланицама. У пракси функционисања ЕУ, управо су се директиве показале као најоптималнија и најфлексибилнија правна средства у процесу усклађивања националних прописа држава чланица.⁵⁹

Прве директиве Европске уније које су дале темеље на подручју јединственог регулисања

кретања новца и капитала, људи, роба и пословања званичних привредних субјеката као

учесника на финансијском тржишту су.⁶⁰

1). Директива савета ЕУ бр 77/780/EWG из 1977. године, о усклађености економских, правних, управних прописа који се односе на организацију и начин обављања банкарске и брокерско-дилерске делатности од стране банака и других финансијских институција.

2). Директива савета ЕУ бр 85/611/EWG из 1985. године је директива о либерализацији слободног кретања капитала и о усклађености правних и управних аката која се односе на официјелне учеснике у трансакцијама капиталом и хартијама од вредности, као и у областима заједничких улагања.

3). Директива савета ЕУ бр.86/635/EWG из 1986. године о књиговодству, завршном рачуну банака и других финансијских институција.

4). Директива савета ЕУ бр.89/646/EWG из 1989. године, о усклађености економских, правних и управних прописа који се односе на организацију и начин обављања банкарске, брокерско-дилерске делатности од стране банака и других финансијских институција.

5). Директива савета ЕУ бр.89/647 из 1989. године о коефицијенту солвентности банака и других финансијских институција.

6). Директива савета ЕУ бр.93/6/ЕЕС из 1993. године о адекватности капитала за инвеститоре и кредитне институције.

Почетак стварања јединственог начина регулисања и процедура, као и услова за издавање

дозвола за емитовање хартија од вредности, израду и објављивање проспеката о емисији,

као и услова и процедура за издавање дозвола за званичну и слободну берзанску трговину

емитованим хартијама од вредности, уређени су следећим директивама:⁶¹

⁵⁹ Гасми Г. (2010) *Право и основи права Европске Уније*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 153

⁶⁰ Каличанин С., Кулић О. (2012) *Европске берзанске директиве*, Правно-Економски Погледи, Број 2, стране 1-23

⁶¹ Бунчић С. (2008) *Берзанско право*, Пословни биро, Нови Сад, страна 34

- 1). Директива савета ЕУ бр.79/279/ЕЕЗ из 1979. године, о усклађености услова емисије хартија од вредности за јавни упис на берзи хартија од вредности.
- 2). Директива савета ЕУ бр.89/298/ЕВГ из 1989. године о усклађености услова за израду, контролу и умножавање проспеката који се објављују у случају јавних понуда хартија од вредности.
- 3). Директива савета ЕУ бр.89/592/ЕЕС из 1989. године о уједначавању правила за insider dealing.
- 4). Директива савета ЕУ бр.94/19/ЕЕС из 1994. године о шемама депозитних гаранција.

Високо развијено примарно тржиште капитала Европске Уније и технологија рада на њему представља полазну основу у развоју новог тржишта капитала Србије. План је да се управо имплементацијом општих принципа трговине и технологије рада који важе на примарним тржиштима капитала ЕУ постигне правилан развој и рад домаћег тржишта капитала. Наша земља тежи да постане чланица ЕУ, па је неопходно да своје законодавство усклади са прописима ове интеграције. Приступање „јединственом тржишту” подразумева познавање аката којима се регулише кретање људи, роба, услуга и капитала. Међу њима, познавање основне Директиве о кретању капитала у поступку усклађивања националног законодавства са европским је неопходно.

Народна скупштина Републике Србије донела је 05.05.2011. године Закон о тржишту капитала („Сл. гласник РС“, бр. 31/2011) којим је регулисано финансијско тржиште Републике Србије. Приликом израде предлога Закона учествовали сви релевантни субјекти који су изнели своје ставове и сугестије: надлежна министарства, Комисија за хартије од вредности, Народна банка Србије, Београдска берза, Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности, представници брокерско-дилерских друштава и овлашћених банака, кастоди банака и др. који су својим ставовима и сугестијама допринели самој тежини овог Закона.

Неопходност доношења новог закона проистиче из тежње привредних субјеката као учесника на финансијском тржишту да се домаће тржиште капитала учини атрактивнијим како домаћим, тако и страним инвеститорима. Један од основних циљева овог Закона је био даље усклађивање са Директивама Европске Уније из ове области, у мери у којој се њихови принципи могу инкорпорисати у домаћу регулативу водећи рачуна о будућем правцу развоја финансијског тржишта у Републици Србији, у смислу његовог унапређења и интеграције са финансијским тржиштима у региону. Поред усаглашавања са одговарајућим напред наведеним директивама, Законом се постиже и висок степен усаглашености са IOSCO принципима (принципи Међународне организације комисија за хартије од вредности). Додатни разлог за доношење Закона представља и нови предлог закона којим се уређују привредна друштва, који пратећи тенденције европског компанијског права, укида поделу на затворена и отворена акционарска друштва, јер регулатива Европске Уније познаје клафисикацију на друштва којима се тргује или не тргује на регулисаном тржишту, при чему је индивидуална одлука сваког друштва да ли ће своје акције котирати на регулисаном тржишту или мултилатералној трговачкој платформи.

По новом закону постоје регулисано тржиште, МТП и ОТС тржиште.

Регулисано тржиште представља мултилатерални систем који организује, односно којим управља организатор тржишта и који омогућава и олакшава спајање интереса трећих лица за куповину и продају финансијских инструмената у складу са његовим обавезујућим правилима и на начин који доводи до закључења уговора у вези са финансијским инструментима укљученим у трговање по његовим правилима у систему, има дозволу и редовно послује у складу са овим Законом. Регулисано тржиште представља супституцију за берзанско трговање које се одвија на Београдској берзи.

Мултилатерална трговачка платформа (МТП) као мултилатерални систем који организује, односно којом управља организатор тржишта или инвестиционо друштво и који омогућава и олакшава спајање интереса трећих лица за куповину и продају финансијских инструмената у складу са његовим обавезујућим правилима и на начин који доводи до закључења уговора, у складу са овим Законом. Ово тржиште се може упоредити са ванберзанским тржиштем на Београдској берзи.

ОТС тржиште као секундарно тржиште за трговање финансијским инструментима не мора да има организатора тржишта и систем трговања подразумева преговарање између продавца и купца финансијских инструмената у циљу закључења трансакције. У суштини, представља облик нерегулисаног тржишта. Предмет трговања на ОТС тржишту могу бити сви финансијски инструменти чије трговање на регулисаном тржишту није обавезно, као и дужничке хартије од вредности којима се као изузетак од правила може трговати истовремено на регулисаном тржишту.

Закон о тржишту капитала намеће обавезе банкама: Правилник о категоризацији клијената који садржи правила понашања инвестиционог друштва приликом пружања услуга, Правилник о решавању по притужбама клијената, Политику извршења налога, Правила и процедуре пословања. Прописује поступке и мере чији је циљ откривање и спречавање манипулације на тржишту уз пружање пуне помоћи Комисији за хартије од вредности приликом спровођења мера. Овлашћена банка је дужна да организује своје пословање тако да се на најмању могућу меру сведу могући сукоби интереса клијената и сопственог интереса, интереса акционара, директора, чланова одбора и запослених банке.⁶²

Одредбама Закона предвиђена су и кривична дела: манипулација на тржишту капитала, откривање и препоручивање инсајдерских информација и неовлашћено пружање инвестиционих услуга.

Дуго очекивани, нови закон о тржишту капитала, доводи до прецизнијих правила, транспарентности, сигурности улагања на Београдској берзи. Закон пружа већу заштиту инвеститорима, смањење системског ризика, јасно прописује услове за спровођење јавне понуде хартија од вредности и ствара амбијент за увођење иновација у погледу начина трговине на финансијском тржишту. Такође, стручњаци наводе да ће овај закон допринети регулисању тржишта капитала по правилима која важе у Европској Унији јер је усклађен са међународном регулативом, као и са домаћим законодавством.

⁶² Ћирић Т. (2012) Compliance Функција са аспекта прописа о тржишту капитала, презентација Уникредит Банке, Палић, Април 2012

ТРЕЋИ ДЕО

ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

1. Појам и видови финансијских криза

Растућа глобализација светске привреде појачала је токове међународне трговине и капитала, стварајући услове за бржи привредни раст и развој. Међутим, либерализација кретања фактора производње, робе, услуга и капитала појачала је осетљивост земаља на утицаје из окружења. Криза која се појави у једној земљи, сада се веома брзо шири и у остале земље. Валуте земаља сада су осетљивије на неочекиване промене у токовима капитала до којих може доћи због наговештаја избијања кризе или из шпекулативних разлога.

Финансијске кризе у прошлости су настајале или због неконзистентне макроекономске политике, када су се могле предвидети, или су изненада и без очигледних узрока избијале у земљама које су имале добре макроекономске показатеље – тако да се нису могле предвидети. Заједничко за све кризе јесте да доносе велике штете привреди, што је довело до потребе за креирањем бројних модела у циљу раног препознавања кризе. Врло је битно назначити шта подразумева појам финансијска криза јер се не може свака тржишна осцилација назвати кризом.

Под појмом финансијска криза подразумева се процес општег континуираног пада тржишне цене финансијских инструмената, на одређеном тржишту. До пада цене долази због повећања понуде у односу на тражњу, односно када је општа понуда хартија од вредности, у дужем временском периоду, већа од њихове тражње. Несклад између понуде и тражње јавља се претежно из два разлога, а то су да инвеститори немају средства или не желе да та средства уложе у хартије од вредности. Неравнотежа доводи до пада привредних активности, односно смањења производње роба и услуга, односно смањења њихове понуде на тржишту.⁶³

Да би се нека негативна промена на финансијском тржишту могла назвати кризом, мора испунити одређене услове, односно мора имати посебне карактеристике:⁶⁴

► Прва карактеристика је општост, односно криза мора да буде општа појава, тј. да захвата већи део финансијског тржишта и његове учеснике. Негативна дешавања на појединим деловима финансијског тржишта нису толико забрињавајућа и представљају процесе који чине његов саставни део.

► Друга карактеристика, криза мора бити изазвана економским, а не неекономским узроцима. Неекономски узроци нису трајнијег карактера и обично брзо дођу и прођу.

► Трећа карактеристика је трајност, јер краткотрајни поремећаји не могу да се назову кризом.

⁶³ Стакић Б. (2012) *Међународне тржишне институције*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 313

⁶⁴ Исто, стране 313-314

► Четврта карактеристика је да пад цена хартија од вредности мора да буде драстичан (мали падови се свакодневно дешавају) и повезан са општом економском кризом у једној привреди.

Под појмом међународне финансијске кризе подразумева се банкарска криза или криза девизног курса, као и комбинације ове две кризе. Банкарске кризе настају када банкарски систем земље изгуби способност нормалног позајмљивања средстава, или када нека велика национална банка прогласи несолвентност. Одобравање ризичних кредита раније је било главни узрок неликвидности и несолвентности банке. У новије време, варијације у вредности банкарске активе изазване су наглим падом тржишних цена хартија од вредности и могу довести до неликвидности и несолвентности банке. Када се појаве проблеми у једној банци, нови депоненти беже од те банке, а стари су у неприлици. Уколико се ради о већој националној банци, проблем појединачне банке постаје и проблем финансијског система те земље. Наиме, банке које имају квалитетну активу и нису неликвидне, такође се могу суочити са притиском депонената да повуку своје штедне налоге. Јавља се „стампедо“ који може да блокира банкарски систем земље. Нова штедња скоро да нестаје, а банке имају велике проблеме да својим депонентима исплате штедне улоге.⁶⁵

Криза девизног курса настаје ако дође до изненадног оштрог пада вредности националне валуте. У режиму фиксног девизног курса, криза доводи до наглог пада девизних резерви, након чега по правилу долази до девалвације националне валуте. У режиму флексибиност девизног курса, долази до бекства капитала у иностранство што одмах доводи до дубоке и неконтролисане депресијације националне валуте.

2. Узроци криза

Свака криза је сама по себи специфична, али се могу навести два главна узрока криза. Први узрок се може пронаћи у дуготрајној макроекономској неравнотежи. Мада се у овом случају не може рећи када ће криза отпочети, велика је вероватноћа да ће до ње доћи. Други узрок лежи у изненадним преокретима у токовима капитала. Шпекулативни разлози или нагле промене перцепције инвеститора могу довести до изненадног бекства капитала у иностранство. Ову врсту криза је још теже предвидети јер је новије искуство показало да до ње може доћи чак у случајевима када земља има стабилну макроекономску политику и одрживу међународну економску позицију. Како је овај мастер рад посвећен утицајем рада берзи капитала на финансијске кризе, у наставку ће бити приказани променљиви токови капитала као узрок овог вида кризе.

Либерализација токова капитала последњих деценија је повећала осетљивост земаља на преношење кризе, али и отворила могућности за изненадно бекство капитала из земаља које имају добре макроекономске карактеристике, и које по општим параметрима нису

⁶⁵ Ковачевић Р. (2010) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд, страна 576

кандидати за избијање кризе. Захваљујући високој финансијској отворености, криза из једног дела света лако се преноси преко националних граница. Брзо преношење кризе из једне земље у међународни финансијски простор је олакшано непрекидним финансијским иновацијама које су резултирале бројним новим финансијским инструментима.

Захваљујући увођењу ових инструмената у оперативно пословање, порасла је међународна мобилност капитала, и то до неслућених размера. Све већа улога институционалних инвеститора на међународном тржишту капитала је појачала трагање за инвестиционим дестинацијама које доносе високе приносе. Земље са тржиштем у настајању су се наметнуле иностраним инвеститорима управо по томе што су пружале високе зараде. Осим овог мотива, постоји и тежња инвеститора за дисперзијом ризика – позната је изрека да не треба држати сва своја јаја у једној корпи. Наведени мотиви доводе до појачаних токова капитала, који се покрећу брзим реаговањем на: разлике у каматним стопама, процене привредне активности, очекивања у погледу кретања девизног курса.

Гербер наводи да је значајан проблем то што се портфолио менаџери у својим тржишним одлукама често руководе понашањем других менаџера. То се често претвара у логику чопора, која мале проблеме може претворити у велике, стварајући кризе у којима велики број инвеститора истовремено губи поверење у дату привреду. Изгубљено поверење доводи до бекства капитала из земље. Централна банка продајом девизних резерви покушава да спречи пад вредности домаће валуте, а кад се прекине са интервенцијама, вредност валуте нагло пада, а финансијски сектор постаје веома осетљив и рањив.⁶⁶

Проблеми увек испливају на површину када банка мора да отплати иностране кредите. Све док иностране банке обнављају своје кредите, банка дужник неће имати проблема. Уколико инострани поверилац посумња да се домаћа банка налази у проблемима, он може прекинути кредитне линије датој банци, која може брзо запасти у великдвност, посебно у случају ако је њена актива у некретнинама. Ако је више банака у земљи суочено са истим проблемом, покушај да што пре продају некретнине доводи до пада њихових цена, што даље угрожава солвентност целог банкарског система у земљи. Позитивна одлука иностраних поверилаца у смислу спремности да одобре додатне кредите којима би се премостило време потребно за претварање великвдних активе у ликвидну, могла би да спречи избијање кризе. Из наведеног сценарија видимо колико има осетљивих тачака приликом јављања кризе.

Герберов осврт на претходни сценарио указује на неколико узнемирујућих елемената за економисте:⁶⁷

► Прво, овај аутор наводи да је могуће неколико исхода – такозвана вишеструка равнотежа у зависности од одлуке иностраних поверилаца;

⁶⁶ Gerber J. (2005) *International Economics*, III Edition, Pearson Education, Inc. New York, страна 272

⁶⁷ Исто, страна 273

► Друго, један од могућих исхода је и самоиспуњавајућа криза, која није претходно условљена;

► Треће, криза погађа и банке које имају квалитетну активу, стварајући неусклађеност између доспелости дугова и њихове активе. Банке заправо постају неликвидне, мада су солвентне.

Да би се избегле ове кризе, банке треба стално да мотре на усклађеност у доспелости између своје активе и пасиве. За то је потребан висок степен регулисања и супервизије банака. За иностране повериоце су важне информације о томе на који начин банка користи кредите, што намеће већи степен транспарентности домаћег и међународног финансијског система. На крају, уколико се појави криза, земља може позајмити средства од Међународног Монетарног Фонда, како би се направила разлика између несолвентности и неликвидности.

Веома добар приказ узрока савремене кризе представио је и Џорџ Купер у свом познатом делу „*Узроци финансијских криза*“. Он полази од улоге централне банке која позајмљује новац угроженим банкама приватног сектора, као зајмодавац последњег уточишта уколико су банке исцрпеле све друге изворе позајмљивања кроз приватни сектор. Купер истиче да нема неке велике разлике између америчког ФЕД-а и Европске централне банке јер обе институције деле заједнички циљ – стабилност цена. Међутим, оне имају различита полазишта – ФЕД види своју улогу у сузбијању сваке кредитне контракције, док ЕЦБ види своју улогу у сузбијању претеране кредитне експанзије. Централне банке користе политику каматне стопе да контролишу тржиште капитала. Ипак, економска теорија нам каже да су тржишта способна и да би их требало оставити самим себи. Зашто су нам онда потребне централне банке да одређују каматне стопе?⁶⁸ Купер сматра да је финансијска нестабилност узрок стварања централног банкарства, а не обрнуто. Да се поново успостави финансијска стабилност, то не би захтевало повратак на златни стандард или укидање централних банака – то би захтевало ништа мање од укидања стварања кредита. Другим речима, морали би да вратимо привреду у средњи век. Стварање кредита мора остати, а ми морамо пронаћи начин да живимо с нестабилношћу која иде с њим. Боље је имати колебљиву и растућу економију него стабилну и стагнантну.⁶⁹ Куперов закључак јесте да је америчка монетарна политика играла важну улогу у стварању садашње кризе. Способност државе да штампа неограничену количину новца даје јој моћ да отплати било који износ дуга. Међутим, систем плаћања дуга путем инфлационе машине није бесплатан ручак.

Са појавом економске кризе из 2007. године, хец фондови су у старту били означени као један од криваца за економску кризу. На терет су им стављане оптужбе да су измакли контроли и да су одговорни за пласман неосигураних хартија од вредности. Наравно, хец фондови нису једини кривци, већ и банке.

⁶⁸ Соорег G. (2009) *Узроци финансијских криза*, МАСМЕДИА, Загреб, страна 32

⁶⁹ Исто, стране 60-61

A.W. Jones је 1949. године установио оно што се данас подразумева под хед фондом. Првим хед фондом комбинована су два инвестициона оруђа – кратка продаја и левериџ. Џонсу се приписује заслуга да је показао како ови инструменти могу да се комбинују с циљем ограничавања тржишног ризика. Његова проницљивост била је у томе да постоје два одвојена извора ризика у акцијском инвестирању: ризик од индивидуалне селекције акција и ризик од пада на тржишту.

Постоје различите дефиниције хед фондова, врло хетерогене и понекада контрадикторне. Она која најбоље одражава карактеристике и сврху хед фондова је дефиниција Филип Котиера: Хед фондови су сви облици инвестиционих фондова, компанија и приватних партнерстава који користе деривате за усмеравајуће инвестирање и/или допуштају шпекулисање падом и/или коришћење значајног левериџа кроз позајмљивање.⁷⁰

Банкарски сектор изложен је ризицима хед фондова, посебно мање институције, али су највеће банке такође изложене преко одговарајућих активности трговања, кредитних аранжмана и структурисаних производа, и услугама примарних брокера. Ризици са којима се сусрећу хед фондови су нелинерани и сложенији у односу на оне с којима се сусрећу традиционалне класе актива. С обзиром на динамичку природу инвестиционих стратегија хед фондова, и утицај токова средстава на левериџ и перформансе, модели ризика хед фондова захтевају посебне аналитичке прорачуне. Хед фондовима управљају инвеститори са вишегодишњим искуством и њима су доступне готово све информације екстерног па чак и интерног карактера. Њиховим шпекулативним деловањем стабилност тржишта може бити озбиљно угрожена, из чега произилази неопходност њихове чвршће регулативе.

У анализирању настанка кризе, Мински разматра ендогено формирање фактора који до ње доводе, повезујући елементе финансијске анализе са анализом реалног сектора привреде, као што су расподела дохотка и анализа финансијских биланса.

Мински прави разлику између следећих финансијских позиција:⁷¹

- Покривених финансијских позиција у којима је реално очекивати да је текући доходак више него довољан за плаћања по основу камата и главнице дуга.
- Спекулативних финансијских позиција које карактерише постојање одређених периода у којима рате по основу сервисирања дуга премашују очекивана примања одређеног субјекта, стварајући потребу за проналажењем алтернативних могућности за рефинансирање самог дуга и

⁷⁰ http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2005/7_8/UBS-Bankarstvo-7-8-2005-Lakic.pdf, приступљено 20.01.2013.

⁷¹ Roncaglia, A., (2011), Macroeconomics in crisis and macroeconomics in recovery, *PSL Quarterly Review*, Vol. 64, No. 257, страна 182

- Понци финансијских позиција у којима у ствари повећање вредности имовине стечене кредитима омогућава отплату како оригиналног дуга тако и плаћања по основу камата акумулираних током времена.

2.1. Узроци савремене финансијске и економске кризе из 2007. године

Почев од августа 2007. године, међународни финансијски систем се нашао у проблемима. Савремени начин живота захтева глатко функционисање банака, финансијских компанија, осигуравајућих друштава, пензионих фондова, влада и других институција. Посредством ових институција се остварује трансфер средстава од субјеката који беже од ризика према субјектима који инвестирају, односно од субјеката који беже од ризика према субјектима који су спремни да га прихвате. Последњих година је дошло до озбиљних поремећаја ових маханизма. Показатељ ових проблема је смањена спремност банака да међусобно позајмљују средства, зато што ни саме више нису сигурне са којом активом располажу.

Губитак поверења у међународни финансијски систем изазвао је пад ликвидности на међубанкарском тржишту. Ликвидност је нагло опала, а банке су повећале каматну разлику на међусобне позајмице које су знатно смањене. Цена ризика у светској привреди нагло је повећана. Уследио је талас репатријација капитала из земаља у развоју. Дубоке последице су се осетиле и у берзанском пословању, тако да су берзе широм света изгубиле између 40% и 60% своје доларске вредности.⁷²

Општи пад берзанских индекса и нагли скок међубанкарских каматних стопа изазвали су реакцију ФЕД-а да убацивањем ликвидних средстава ублажи неповољну климу на тржишту краткорочног новца. Финансијска криза достигла је светске размере делујући на успоравање финансијских токова, поготово смањење и тешкоће у добијању кредита не само за компаније и појединце, већ и за финансијске институције, чиме је доведено у питање функционисање финансијског система.⁷³

Финансијска криза у САД почела је са проблемима у отплати огромног броја хипотекарних кредита које су биле узрок неликвидног финансијског сектора 2007. године што је изазвало недостатак готовог новца на финансијском тржишту. Криза ликвидности настављена је и у 2008. години, тако да је проузроковала колапс великог броја финансијских институција.⁷⁴

Посебно значајан моменат код глобалних неравнотежа текућег рачуна је појава прецењених актива које се налазе у билансима банака и осталих инвеститора. Лоши пласмани банака и институционалних инвеститора у виду прецењених актива избијају

⁷² Ковачевић Р. (2010) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд, страна 612

⁷³ Радосављевић Д., Матијевић Н. (2007) *Еу, развој-институције, проширење*, Факултет за правне и политичке студије, Нови Сад, страна 39

⁷⁴ Hanish G. (2011) *Евро катастрофа на видуку*, Албатрос плус, Београд, страна 169

на видело у моменту када се приступи продаји ових папира. Критичан моменат је обим ових пласмана у укупној активи инвеститора. Пример представља ситуација са хипотекарним зајмовима у САД. Када је наступило кашњење у отплатама хипотекарних зајмова, у проблемима су се нашле финансијске институције широм света које су у процесу секјуритизације емитовале хартије од вредности чији колатерал су били раније одобрени хипотекарни кредити.

Највећи део хипотекарних зајмова у САД је одобрен по варијабилним каматним стопама, па је са падом цена некретнина и порастом каматних стопа, уследило прилагођавање каматних стопа и анuitета, доводећи до раста кашњења у отплатама хипотекарних кредита. Емитоване хартије од вредности, чија је вредност изведена према шеми отплате хипотекарног кредита и шеми конкретне некретнине, су постале веома раширене на међународном тржишту капитала. Ова финансијска иновација је омогућила инвеститорима широм света да инвестирају у тржиште некретнина у САД. Падом цена некретнина у САД, финансијске институције и друге компаније које су инвестирале су исказале велике губитке. У мери распрострања кризе на друге сегменте тржишта, расли су губици и ненаплата потраживања и по другим врстама кредита.⁷⁵

Наредни макроекономски фактор који је утицао на избијање финансијске кризе је прилично дуг период ниских каматних стопа у првом делу прве деценије 21. века. Ниске краткорочне каматне стопе су у основи одражавале страх од дефлације. Реална каматна стопа на федерална средства у САД је у периоду 2001-2005. углавном била негативна. Ова каматна стопа снажно утиче на светску привреду због тога што су међународни уговори углавном деноминирани у доларима, а валуте бројних земаља су везане за долар као референтну валуту. Краткорочна каматна стопа ЕЦБ у истом периоду је била испод 1%.⁷⁶

Каматна стопа на доларском тржишту новца је рапидно падала 2000. и 2001. године када је Алан Гринспен у брзим и крупним корацима рушио каматну стопу која се пре тога држала на износу изнад 5% годишње. У раздобљу 2002. – 2004. године, каматна стопа је оборена на најнижи ниво у односу на педесетогодишњи период. Главни разлог овако драстичног обарања каматне стопе лежи у пуцању dot.com мехура и покушају да се избегне рецесија 2000. /2001. године. Терористички напад 11. септембра догодио се у тренутку када је каматна стопа већ била спуштена на само 3% годишње, тако да је каснија акомодирајућа монетарна политика само „долила уље на ватру“. Она је допринела спуштању каматне стопе на најнижи износ од 0,98% у децембру 2003. године. Разлоге ове претеране „каматне храбрости“ треба тражити управо у страху од пренадуваних цена некретнина због претерано ниских каматних стопа, као и због превелике ликвидности и издашности понуде кредита током већег дела мандата Алана Гринспена.⁷⁷

⁷⁵ Ковачевић Р. (2010) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд, страна 614

⁷⁶ Исто, страна 615

⁷⁷ <http://ebookbrowse.com/hub-analiza-6-pdf-d35605981>, приступљено 22.01.2013.

Ниске каматне стопе су проузроковале кредитни бум у развијеним земљама. Када су каматне стопе у овим земљама постале неподношљиво ниске, дугорочни уговори финансијских институција су све теже генерисали приносе. У том случају банке су све више улазиле у ризичније пласмане у нади да ће остварити профит. Ове тенденције су проузроковале структурне поремећаје у многим земљама. Мехурови су се, на велико изненађење, јавили у секторима са високим растом продуктивности: 1990-их је то била технологија, а у 2000-им је то био финансијски сектор. Сценарио је био једноставан: капитал је постао релативно јефтин за фаворизоване гране, са пратећим ефектима у виду претеране запослености, превеликог инвестирања и обилне производње. Очигледно је и доступност капитала допринела појави мехурова.

Микроекономски узроци кризе су мањкавости механизма одређивања цена и управљања ризиком и слабости корпоративног надгледања ових процеса, затим пропусти регулаторног система, проблеми са подстицајима. Криза је показала различиту мотивисаност запослених у банкама, финансијским институцијама и рејтинг агенцијама.⁷⁸

Испоставило се да је мало запослених у банкама било упознато са билансима банке, а још мање са финансијским здрављем предузећа у која су инвестирали средства куповином акција или дужничких хартија од вредности. Мањак знања, удружен са сложеним финансијским структурама, ствара привид о сигурности инвестирања. Менаџери финансијских компанија су тежили максимизирању профита, што је довело до експлозије дужничког финансирања. Често су коришћени сложени модели за израчунавање профита хартија које нису имале тржиште. Такође, рејтинг агенције су често својим клијентима давале већи рејтинг него што је било објективно стање. Због улоге у настанку текуће финансијске кризе, рејтинг агенције ће убудуће бити подвргнуте ригорознијој контроли. Америчке и европске власти су још 2007. године донеле нове мере чији је циљ да повећају транспарентност ових агенција и смање потенцијалне конфликте интереса. Конфликт интереса је пратећа појава рејтинговања, јер су странке које плаћају за израду рејтинга по природи ствари заинтересоване за што повољнији резултат. Такође, рејтинг агенције су заинтересоване за зараду па су давале високе рејтинге.

2.2. Међународне финансијске институције као узрочници криза

Џон Перкинс је током много година био водећи светски економиста, односно „економски убица“ који је на креирању глобалне империје радио директно са челницима Светске банке, ММФ-а и другим светским финансијским институцијама. Његов посао састојао се у убеђивању шефова држава и влада земаља трећег света, да позајме довољно новца од глобалних финансијских институција како би се њихове земље нашле у дужничком ропству, после чега би се корумпирана елита у тој држави

⁷⁸ Ковачевић Р. (2010) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд, страна 616

страховито обогатила а ресурси тих земаља, њихова привреда и економија, извори воде као и минерални извори – препустили корпорацијама и геополитичким интересима САД.

После рушења Светског трговачког центра у Њујорку, у највећој тајности, Џон Перкинс написао је књигу о својим искуствима: „*Исповести економског убице*”.

Прича овог специфичног „економског убице“ је прича о томе како смо доспели ту где јесмо и зашто се сада суочавамо са кризама које се чине нерешивим. Задатак Џона Перкинса био је следећи: „да охрабри светске вође да постану део огромне мреже која промовише америчке комерцијалне интересе. На крају, те вође бивају до гуше уплетене у кучине зајмова које осигуравају њихову лојалност. Могу се искористити кад год се зајмодавцима ћефне да задовоље политичке, економске или војне потребе. За узврат они учвршћују своје политичке позиције кроз заваривање народа индустријским зонама, енергетским постројењима и аеродромима. Истовремено власници америчких инвестиционих и грађевинских компанија постају невероватно богати.“⁷⁹

Када би била идентификована земља трећег света која је поседовала ресурсе који су круцијални попут нафте, наступили би са амбицијом да се земља са таквим ресурсима задужи код ММФ-а и Светске банке, при чему новац никада не би заправо одлазио тој земљи него великим корпорацијама, реализаторима инфраструктурних пројеката какве су електране, саобраћајнице, индустријска постројења. Новац којим се земља задужује, по правилу одлази са једне стране неколицини фамилија у тој земљи (којима доноси велико богатство) и иде корпорацијама, а никада не доноси добро већини људи који током тог процеса осиромаше у толикој мери да више не могу ни да плаћају трошкове за струју, или да купују бензин како би возили кола аутопутевима који се од тог новца направе.

Када се земља оптерети дуговима које не може да враћа, кредитори искоришћавају овакво стање и приморавају дужнике на продају компанија по цени коју сами одреде. Након откупа компаније, долази до експлоатисања ресурса без бриге о заштити природне средине.

Међународна саветодавна комисија за финансијске институције (International Financial Institutions Advisory Commission) – познате као Малтзер комисија основана је од стране Конгреса САД-а у новембру 1998. године са циљем да донесе препоруке будуће америчке политике према неколико мултилатералних институција: ММФ, Групација Светске банке, регионалних развојних банака, Банке за међународна поравнања и светске трговинске организације. Ова комисија је оценила да је 30 до 40% пројеката које је финансирала ИБРД у периоду 1990. -1999. године осуђено на пропаст. Подаци и стање су још гори уколико се сагледају ИБРД-ове перформансе на основу извршених улагања у најсиромашније земље – стопа неуспелих пројеката се креће између 65 и 70%. И поред ових стопа, Светска банка користи следеће критеријуме за процену

⁷⁹ Перкинс Џ. (2004) *Исповести убице економија*, Плато, Београд, страна 4

својих перформанси: идентификација пројекта, одобравање пројекта и супервизија пројекта. Чак и по овим критеријумима, стопа неуспелих пројекта износи више од 40% у периоду од 1990. до 1999. године.

Најсложенија и најконтроверзнија област је политика условљавања односно условљавање од стране банке, посебно оличена у политикама давања зајмова. Политика условљености се односи на зајмове који зависе од прихваћене политике ИБРД-а и корисника зајмова. Условљавање је праћено неуспехом јер се односи на чињеницу да новац који иде за једну сврху, ослобађа новац за другу, што имплицира да нето ефекат не мора да има везе са намераваном сврхом. Чак и ако су наметнути услови који осигуравају да одређени зајам буде добро употребљен, зајам ослобађа средства на другој страни, која могу али не морају бити добро употребљена. Као пример се наводи земља која може имати пројекат за два путна правца – један који омогућава председнику да лакше стигне до своје виле, а други да омогући групи сељака да превезу своје производе до оближње луке. Земља може имати средства само за један од два поменута пројекта. Банка може инсистирати да њен новац иде за пројекат који повећава доходак сиромашних у руралним срединама, али обезбеђујући тај новац, она омогућава влади да финансира други путни правац. Постојали су и други разлози зашто условљавање није повећало економски раст – попут погрешних услова – либерализација финансијског тржишта у Кенији и фискална строгост у источној Азији су имали неповољне ефекте на те земље. У другим случајевима, начин на који је условљеност наметнута учинио је те услове политички неодрживим: када нова влада дође на власт они бивају напуштени. Такви услови се доживљавају као угрожавање суверенитета земље од стране колонијалне силе.⁸⁰

J.M. Кејнс, предлагао је стварање светске централне банке (Међународни монетарни фонд) која би емитовала светски новац (банкор) који би играо улогу светске резервне валуте. Националне валуте би своје паритете изражавале у односу на ту валуту, а она би се емитовала на основу усаглашене политике у складу са потребама токова у светској привреди. Тиме би се избегло дефлаторно дејство недостатка злата у златном стандарду и избегло да емисиону добит присвоји земља резервне валуте. Амерички план, (који је заступао Harry White) био је заснован на покушају да се модификује ранији златно-девизни стандард.⁸¹

Модификација (Кејнсовог предлога) је подразумевала да долар постане кључна резервна валута, да једино САД имају обавезу да конвертују долар у злато по фиксној цени од 35 \$ по унци, а да све друге валуте изражавају свој паритет и одржавају конвертибилност у текућим трансакцијама у односу на долар а самим тим и међусобно. Пошто је однос долара и злата био фиксиран, и курсеви осталих валута били су фиксни. Кејнс је првобитно предлагао оснивање Међународне клириншке уније која би могла да ствара међународну ликвидност на начин који би био сличан креирању новчане масе у једној држави (а обрачунска валута би се звала банкор). Вајтов план је био ближи

⁸⁰ Stiglic J. (2002) *Противречности глобализације*, ГМБ-х, Београд, стране 58-59

⁸¹ Ковач О. (2004) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд, страна 312

правилима златног стандарда са фиксирањем девизних курсева, који је на крају и усвојен.⁸²

Уместо светске централне банке са светском валутом банкор (банкор би се израчунавао на основу учешћа 30 производа међу којима би било и злато) формиран је Међународни монетарни фонд са задатком да надзире систем фиксних девизних курсева и конвертибилност валута у текућим трансакцијама земаља чланица, као и да краткорочним средствима помаже финансирање и прилагођавање платнобилансних неравнотежа. Основана је и Међународна банка за обнову и развој - ИБРД са циљем да подржи напоре и олакшава финансирање привредног развоја у земљама чланицама, међу које се од самог почетка убрајала и наша земља.

Према Кејнсовој замисли ИБРД је требало да подржи развој и запосленост, а не да буде инструмент дефлаторне политике. Нажалост, ИБРД је то постала својим подређивањем политици „условљавања” ММФ-а, нарочито својим подређивањем политици „условљања ММФ-а, нарочито укључивањем „условљености” у програме структурног прилагођавања.⁸³

Чим је долар почео да губи поверење, креатори светског монетарног система сетили су се Кејнсове идеје о стварању светске валуте у коју би све земље имале поверење, и тако су настала Специјална права вучења. Ради се о вештачки створеној активи која би се могла користити у међународним плаћањима (отуда популарни назив: „папирно злато“).

Стварање специјалних права вучења требало је да задовољи два битна захтева у развоју међународног монетарног система:⁸⁴

- 1). Да се обезбеди увећавање обима међународне ликвидности у складу са потребама, што значи у складу са порастом обима међународних плаћања и
- 2). Да се осигура поуздан заједнички деноминатор у којем ће националне валуте исказивати своју вредност.

Занимљиво је напоменути да се Кејнс противио идеји да седиште Бретонвудских институција буде у САД, поготову не у Вашингтону, као да је наслућивао да би те институције могле да буду злоупотребљене од стране земље домаћина. То се касније и обистинило. Бретонвудски међународни монетарни систем никада није функционисао на предвиђени начин. Уместо да се њима управља из две наднационалне институције (институције Уједињених нација), њиме је управљала доминантна економска сила после Другог светског рата - САД. Супротно ономе што се желело, судбина Бретонвудског међународног монетарног система била је везана за економски и политички положај САД.

⁸² Ковачевић Р. (2010) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд стране 384-385.

⁸³ Ковач О. (2004) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд, страна 313

⁸⁴ Стакић Б. (2012) *Међународне финансијске институције*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 63

2.3. Декларација Г 20 о узроцима финансијске кризе

Група 20, коју чине земље које стварају око 85% светске економије, је на састанку одржаном 15. новембра 2008. године у Вашингтону, постигла договор о опсежном низу предлога мера за бољу регулацију финансијских тржишта. Договор је преточен у Декларацију о финансијској кризи. Њихов циљ је да се током наредних неколико година успоставе нова правила и системи за благовремено откривање ризика, како би се спречила још једна финансијска криза налик овој која тренутно подрива економије широм света. Група 20 већ више година покушава да донесе низ мера у правцу стабилизације светског финансијског система, али за сада још увек без видних позитивних резултата.⁸⁵

Заједнички став Г 20 је да треба предузети хитне мере и активности на стимулисању сопствених економија, обезбеђењу ликвидности, јачању капитала финансијских институција, заштити штедње и депозита, идентификацији недостатка регулативе, одмрзавању тржишта кредита и стварању услова да међународне финансијске институције могу обезбедити кључну подршку глобалној економији, а нарочито најмање развијеним земљама.

Оно што је битно напоменути из Извештаја Комисије експерата Председника Генералне скупштине Уједињених нација о реформама међународног монетарног и финансијског система јесте да проширење Г8 на Г20 као главног форума за дискусије заслужује похвалу, јер омогућава већу партиципацију и укључује нека нова тржишта. Ипак већина земаља у свету, чији глас треба да се чује, и даље су искључене. Постоји нарочита забринутост у погледу политичког легимитета дискусија које искључују гласове најмање развијених земаља али је помак ипак направљен проширењем Г8 на Г20.

Као узроке садашње кризе, Г 20 је навела следеће:⁸⁶

- Током протеклог периода тежило се вишим приносима без уважавања ризика и без неопходних провера уз нетранспарентне финансијске производе;
- Креатори политике, регулатори и супервизори у неким развијеним земљама нису адекватно уважавали ризике који су нарастали на финансијским тржиштима;
- Неконзистентна и недовољно координирана макроекономска политика и неадекватне структурне реформе довеле су до неодрживих макроекономских резултата на глобалном нивоу. Ови фактори, заједно узев, допринели су ширењу експеса и коначно резултирали озбиљним поремећајем тржишта.

⁸⁵ Стакић Б. (2012) *Међународне финансијске институције*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 319

⁸⁶ Исто, страна 14

►Средствима државе стабилизovati домаће финансијске системе (председник Русије је истакао да ће домаћим банкама и привреди бити пружена помоћ у вредности од 200 млрд долара) ;

►Подржати монетарну политику, сходно домаћим приликама у свакој земљи, уз апел да банке снижавају каматне стопе;

►Фискалним мерама стимулисати домаћу тражњу (представник Велике Британије је најавио да ће јавне финансије у 2009. години бити релаксиране за око 35 млрд евра);

►Подржати нове олакшице ММФ - а, Светске банке и других мултилатералних развојних банака за краткорочну ликвидност и ревидирање њихових инструмената и олакшица, као одговор на кризу, у циљу помоћи најмање развијеним земљама. (Јапан је, као прву помоћ, понудио ММФ - у 100 млрд долара, у циљу пружања помоћи привредно најмање развијеним земљама).

Г 20 се обавезала на спровођење политике која је конзистентна са следећим заједничким реформским принципима:⁸⁷

- 1) Јачање транспарентности и одговорности,
- 2) Јачање здраве регулативе (пруденцијална контрола, управљање ризицима...),
- 3) Унапређење интегритета на финансијским тржиштима,
- 4) Јачање међународне сарадње (путем колегијума супервизора, регулатора...),
- 5) Реформисање међународних финансијских (бретонвудских) институција.

3. Последице кризе

Банкарска криза која је експлодирала 2008. године, покренула је циклични пад привредне активности. Несолвентност бројних банака и финансијских институција у САД, Европи и земљама у развоју битно је умањила могућности новог финансирања, тако да је прилив капитала у земље у развоју готово прекинут. Криза је избила у високо развијеним земљама, а затим се пренела на земље у развоју.

Након испољених напора централних банака да финансијску кризу потисну ликвидносним инјекцијама и другим краткорочним мерама, активности су током 2009. године биле усмерене на обнову поверења у међународни финансијски систем,

⁸⁷ Стакић Б. (2009) Светска финансијска криза, *Сингидунум ревија*, Вол. 5, Но 2, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 14

укључујући и делимичне национализације неколико великих банака у САД и Европи. Захваљујући интервенцији државе, спречено је веће захуктавање колапса банака.⁸⁸

Најбољу илустрацију теорије ефикасних тржишта или неолибералистичке теорије финансијских тржишта дао је Гринспен Алан, бивши гувернер Америчке централне банке. Средином деведесетих година, Гринспен увиђа да нешто није у реду с ценама деонича Интернет компанија које стално расту. Неколико година касније, када је дошло до слома берзе, цене деонича Интернет компанија су се стрмоглавиле што је показало да је Гринспен био у праву када је говорио о изобиљу ирационалности. Гринспен је признао да је криза много дубља од било чега што је он могао замислити и не види начин путем којег би се избегао значајан пораст незапослености. Многи критичари управо Гринспена окривљују за кризу јер је дозволио ниске каматне стопе. Иако је он бранио своју финансијску политику, прихватио је део кривице признавши да је погрешно услед претпоставке да је лични интерес организација, посебно банака и других финансијских институција најбољи у заштити деоничара и самих компанија.

Такође, многе финансијске иновације Гринспена су биле разорне:⁸⁹ 1) Новац Централне банке, Гринспен је улагао у искупљивање пропалих шпекуланата када је пукао мехур који је направљен над ненаплативим пословима са кредитима земаља у развоју, 2) Одбацио је регулисање фондова „Рајдер“ и хец фондова, који су се специјализовали за откуп фирми и пљачкање које би потом уследило. Тако су хец фондови били незауостављиви у својим понудама фирмама које су намеравали да купе ради пљачке. На крају обновљеног посла, уписивали би позајмљене кредите у биланс купљене фирме и тако је гурали у банкрот. 3) Приватизација пензионих каса, коју је инспирисао Гринспен при чему је пензијска уштеђевина инвестирана у градњу старачких домова, а делимично је дата хец фондовима ради шпекулације. 4) Гринспен се залагао за спровођење стапања банкарског сектора са шпекулационим сектором и у САД услед чега се морао уклонити Глас-Стигалов закон који је донет као поука из Црног петка на Њујоршкој берзи а који је штитио инвестирање физичких лица и фирми од тога да сагоре у шпекулативним пословима. 5) Гринспен је славио укидање Глас-Стигаловог закона тврдећи да припадност једној банци не значи да се прописи који важе за банке морају примењивати и на предузећа која су повезана са банкама. Последица тога било је оснивање фиктивних фирми од стране банака у земљама у којима је порекло новца заштићено од државне контроле. 6) Гринспен 2000. године даје зелено светло за револуцију вредносних папира што је резултовало тиме да банке више нису морале да држе издате кредите у својим књигама, већ су смеле да их претварају у хартије од вредности и даље продају. Пошто се захваљујући револуцији вредносних папира у билансима банака уопште нису више појављивали рискантни кредити којима је дошао рок отплаћивања, кредити су могли фантастичном брзином да се умножавају. Менаџерима хец фондова било је јасно да је ово преварантска стратегија, која је могла да се заврши само неуспехом.

⁸⁸ Ковачевић Р. (2010) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд, страна 617

⁸⁹ Детаљније погледати у: Стакић Б. (2012) *Међународне финансијске институције*, Универзитет Сингидунум, Београд, стране 354-355

Финансијска криза је отежала екстерну позицију земаља у развоју, мада у неједнаком степену. Задуженије земље са већим дефицитима текућег рачуна и мањим износом девизних резерви су се суочиле са отежаним условима прибављања додатних финансијских средстава на међународном финансијском тржишту. Стога је већи утицај финансијске кризе на њихов привредни раст. Многа приватна предузећа у земљама у развоју изложена су тешкоћама у отплати иностраних дугова, који су деноминирани у иностраним валутама, јер отплата представља извозну тражњу за њиховим производима. Из ове ситуације проистичу ризици избијања платнобилансне кризе у овим земљама. Земље које су имале боље макроекономске перформансе у годинама пре избијања кризе, имају флекбилније могућности да помоћу монетарне и фискалне политике одрже домаћу индустријску производњу. Такође, појавио се и ризик да банке могу смањити подршку својим иностраним филијалама у земљама у развоју. Овај вид прилива капитала је играо важну улогу у многим земљама, пре свега у земљама са тржиштем у настајању и азијским земљама. Сматра се да је управо овај ток капитала омогућио неким земљама додатна средства током 2008. и 2009. године. Ипак, криза је показала да су губици филијала неких банака у источноевропским земљама озбиљно оптеретили билансе матичних банака у мери која је у неким случајевима угрозила њихов кредитни рејтинг. Пад кредитног рејтинга одмах би се одразио на трошкове прибављања капитала.⁹⁰

Неке филијале у текућој кризи нису могле да се ослоне на родитељске компаније. Код филијала постоји ризик да престану са одобравањем кредита уколико се родитељске банке нађу под притиском неликвидности.⁹¹ Земља домаћина у овим случајевима дакле може бити оштро погођена зато што су јој банке у преовлађујућем власништву странаца.

Последице настале услед актуелних криза су оставиле у наслеђе неколико порука. Поруке се могу систематизовати као код Кругмана и Обстфелда:⁹²

1. Режим девизног курса

Очигледна порука криза јесте да је режим флексибилног девизног курса погодније решење у условима кризе у односу на фиксни девизни курс.

2. Слабост банкарског сектора

Порука актуелних криза јесте да земље треба да осигурају свој банкарски сектор од лоших пласмана, јачајући мере пруденционе контроле и спроводећи одговарајуће стандарде везане за адекватност капитала банака. Тиме се смањује осетљивост банака на спекулативне ударе и преношење кризе из иностранства.

⁹⁰ BIS (2009a) International Banking and Financial Market Developments, *BIS Quarterly Review* (mart), Bank for International and Settlements, Basle, страна 17

⁹¹ Cull P., Soledad M. (2007) *Foreign Bank Participation and Crises in Developing Countries*, Policy Research Working Paper Series 4128, The World Bank, Washington, DC, страна 25

⁹² Krugman P., Obstfeld M. (2003) *International Economics: Theory and Policy*, Sixth edition, Addison Wesley, New York, стране 697-698

3. Редослед реформи

Неке земље су извршиле либерализацију финансијског рачуна а да претходно нису спровеле реформу финансијског сектора и ојачале механизам надгледања и пруденционе контроле. Логичан редослед догађаја је да се претходно реформише и ојача домаћи финансијски систем, па да се након тога изврши либерализација капиталног рачуна јер привреда мора поседовати уређен и чврст финансијски сектор способан да одоли изненадним налетима финансијске кризе.

4. Могућност заразе

Искуство земаља у развоју је показало да се криза из једне земље може брзо пренети и на друге земље, које имају боље економске карактеристике од земље која је погођена кризом. Да би се заштитиле од евентуалне будуће заразе, земље су, када је криза прошла, почеле да гомилају девизне резерве до раније неслућених износа. Високе девизне резерве земаља у развоју су показале своју оправданост када је 2007. године дошло до смањеног кредитирања ових земаља из иностранства, због избијања светске економске и финансијске кризе. Пример за то су високе девизне резерве Кине које су јој омогућиле да ударе светске кризе прими са мање потреса него што би то било у случају мањег износа девизних резерви.

4. Могућа решења за финансијску кризу

Тежња да се штите појединачни интереси нарочито долази до изражаја у условима кризе када је важно обезбедити задовољавајућа средства за финансирање међународне трговине и да се свет одупре изазовима протекционизма. Финансијска криза у данашњој интегрисаној светској привреди изнова је нагласила значај координације међу земљама у спровођењу мера економске политике. На тај начин је могуће обновити поверење, одбацујући могућу политику „осиромашења суседа“ као одговор на текућу кризу. Текућа финансијска криза је оживела питање улоге финансијског тржишта у светској привреди и поставила захтеве за спровођењем темељних структурних реформи у циљу сузбијања криза огромних размера. Међутим, за спровођење озбиљнијих реформи потребна је политика координације за коју још увек не постоје адекватни институционални механизми које је неопходно оформити.

Значајно је имати у виду да је за успех реформи намењених јачању међународног финансијског тржишта важно да прво свака земља за себе оснажи своју националну регулативу, и да одговорност за то не пребацује на међународна тела. Такође, важно је да се не изгуби из вида да је садашња спремност на хармонизацију регулаторних реформи подстакнута финансијском кризом, и да може брзо да ишчезне у нормалним приликама када свака земља тежи да омогући одређене предности финансијским институцијама на њеној територији. Из тога се намеће утисак да је криза право време за хармонизацију регулативе и реформу међународног финансијског система.

Хармонизација регулативе би морала да омогући свакој земљи да максимизира циљану функцију која подразумева задржавање конкурентности и унапређење финансијске стабилности. При постојећим околностима би се морао изградити општи механизам јачања регулативе, јер у противном ни једна земља не би поставила одговарајућу националну регулативу.⁹³

Централне банке широм света, смањиле су референтне каматне стопе на рекордно ниске нивое у циљу одржавања привредне активности. Такав потез има ефекат стимулације на привредну активност, али са друге стране ствара проблеме банкарском сектору. Због тога је уочено да се морају предузети додатне мере.

Развијене земље су прошириле шеме осигурања депозита, како би обухватиле већи депозитни потенцијал и нове финансијске институције. Такође, неке банке су докапитализоване, док је у другим држава купила један пакет акција. Повећан је број хартија од вредности које прихвата централна банка приликом одобравања својих позајмица и одобрен је значајан износ средстава банкарском сектору. Ојачана позиција банкарског сектора у развијеним земљама након предузетих интервенција довела је до пораста ризика задржавања средстава у земљама у развоју што је довело до одлива капитала из ових земаља.

Криза широких размера је изнедрила бројне предлоге који се односе на спровођење реформи широких размера. Извештај групе земаља Г 30 садржи 18 предлога који су груписани у четири целине:⁹⁴

1. Слабости у спровођењу пруденцијалне регулације се морају елиминисати.
2. Квалитет и ефикасност пруденцијалне регулације се морају унапредити.
3. Институционална политике и стандарди се морају ојачати, са посебним нагласком на стандарде управљања, управљање ризиком, капиталом и ликвидношћу.
4. Финансијска тржишта и производи морају бити транспарентнији са бољом усклађеношћу са ризиком.

Група 30 представља непрофитно међународно тело које окупља прве људе међународних финансијских институција, прве људе централних банака развијених земаља света, прве људе већих приватних банака на глобалном нивоу, као и академике из области економије и финансија.

Прве активности у сузбијању кризе су биле усмерене на повећање ликвидности финансијских тржишта упумпавањем свежих средстава, како од стране Управе федералних резерви САД, тако и Европске централне банке, или кроз докапитализацију банака од стране појединих влада. То је дало краткорочне ефекте и ублажило пад поверења. Као следећа мера уследило је повећање износа осигураних депозита у већини земаља, са циљем спречавања њиховог повлачења и одржавања ликвидности

⁹³ Masson R., Pattison J. (2009) *International Financial Policy Reform and Options for Canada: Think Globally, Act Locally*, Conference Board of Canada, Ottawa, страна 5

⁹⁴ Ковачевић Р. (2010) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд, страна 617

банкарског сектора. Референтне каматне стопе су такође снижене. Након ублажавања првог удара финансијске кризе, све владе су направиле планове опоравка привреда, који се разликују у основи од интензитета и карактера кризе која их је погодила. Група земаља (Г8 - САД, Велика Британија, Немачка, Француска, Аустрија, Италија, Шведска и Русија) која је имала пласирана значајна средства у проблематичне хартије од вредности, имала је у својим програмима мера докапитализацију банака и повећање средстава за међубанкарске гаранције. Међу њима, САД, Немачка и Италија су, поред тога, одвојиле значајна средства за инфраструктурне пројекте, уз активирање додатних мера фискалне политике. Група европских земаља која није имала проблематичне пласмане средстава и чији су банкарски системи остали на здравим основама, Пољска, Словенија, Чешка и Словачка, трпела је генералне ударе кризе из окружења. Поред мера усмерених на откуп проблематичних пласмана банака, докапитализације банака, и генерално, свих других које су усмерене на консолидацију финансијских тржишта и система, већина програма је обухватала значајна финансијска средства помоћи одређеним секторима индустрије (најчешће аутомобилске), у циљу ублажавања пада индустријске производње и запослености.

Постоје бројна неслагања са мерама које су владе предузеле за превазилажење кризе. Нека су политичког карактера, неке економског, социјалног, или пак теоријског. Један ортодоксно либерални приступ би, са чисто економског становишта, могао бити ефикасан: „Покушаји да се привреда подстакне додатним владиним трошењем у најбољем случају је ирелевантна, или, у најгорем случају стварно штетна и вероватно је да ће продужити неизбежан период поновног прилагођавања. Флексибилност надница и цена је суштински предуслов за пуни опоравак. Програм агресивне економске либерализације може да ублажи рецесију и убрза опоравак.”⁹⁵ Проблем са оваквом врстом решења је већ превелика незапосленост и тешке социјалне последице. Међутим, извесно је да ће неки од ових ставова наћи примену у конкретним мерама.

Хетзел (2009) поставља питање да ли корелација између финансијске и реалне нестабилности одражава узрок или симптом? Од одговора на ово питање зависе карактер и ефекти мера које владе могу предузимати. Уколико је финансијска нестабилност узрок мора се пронаћи порекло те нестабилности – да ли је то због прекомерног преузимања ризика који произилази из групног инстинкта инвеститора - пословичне шпекулативне маније похлепних инвеститора? Или је то због прекомерног преузимања ризика који произилази из мреже финансијске сигурности да се социјализују губици уз очување приватних добитака? Са друге стране, уколико је финансијска нестабилност пре узрок него симптом агрегатне неизвесности, да ли је интервенција владе на посебним кредитним тржиштима да алоцира финансијске токове корисно средство за макроекономску стабилизацију?⁹⁶ Према ономе што смо до сада видели, већина влада није много анализирала ово питање, него су реакције биле изнуђене ситуацијом у привреди. Извесно је да ће, пре или касније, већина привреда изаћи из рецесије и кренути путем опоравка и раста. Перспективе на средњи и дуги рок,

⁹⁵ Miller R. (2009) The Austrians and the Crisis, *Economic Affairs*, Vol. 29, Issue 3, страна 34

⁹⁶ Hetzel R. (2009) World Recession: What Went Wrong? , *Economic Affairs*, Vol. 29, Issue 3, страна 18

међутим, у доброј мери зависе од карактера политика које ће следити. Аутор је скептичан у погледу мера централних банака у будућности, када се привреде опораве. Том опрезу има места, јер је и актуелна криза једним делом узрокована преекспанзивном монетарном политиком ФЕД-а. Остаје да се надамо да ће лекције из ове кризе бити научене.

4.1. Неопходност реформе међународног монетарног и финансијског система - Извештај експерата Уједињених нација

Извештај експерата Генералне скупштине Уједињених нација је ову кризу са којом смо суочени окарактерисао као најзначајнију глобалну кризу после осамдесет година која је настала услед бројних грешака приватног сектора и погрешних и неуспелих политика јавног сектора.

Уједињене нације су једна од обухватних међународних организација са политичким легитимитетом и широким мандатом формиране с циљем да се баве свим тим питањима и да узму у обзир све релевантне димензије и политике које су конципиране да решавају глобалне економске изазове, социјалне изазове и изазове очувања животне средине. УН и разне институције које чине фамилију УН произашле су из ранијих криза - Други светски рат и Велика депресија. Ова глобална криза даје прилику да се јачају УН и њена улога у глобалном економском управљању.

Ова криза је комплексна и Извештај УН је имао за циљ да убеди међународну заједницу да има простора за побољшања – унапређење ефикасности и стабилности светске економије.

У основи многих грешака налазе се филозофије које су преовладале током прошла четири века и познате су као неолиберализам или тржишни фундаментализам. Ове погрешне теорије пореметиле су одлуке како у приватном, тако и у јавном сектору водећи до политика које су допринеле кризи и неуспелим политикама централних банака.

Међународни финансијски и економски аранжмани у многим случајевима деловали су на штету земаља у развоју. Убрзали су раст у многим деловима света али су произвели раст неједнакости у многим земљама, а у неким случајевима су изузетно брзо осиромашени природни извори и узрокована је деградација животне средине.

Сада се признаје да постоји потреба за више регулативе као и за бољом регулативом у области финансија. Комисија Уједињених нација усмерава пажњу на начине на које су либерализација тржишта капитала и финансијског тржишта и дерегулација можда допринели не само стварању кризе него и њеном брзом ширењу у свету. Реформе морају ићи даље од финансија, морају обухватити законе и регулативу који се односе на корпоративно управљање, конкуренцију и банкарство. Уистину, финансијска

тржишта су се поносила својом иновативношћу. Али, она нису успела да се иновирају на начине који воде одрживом расту или већој стабилности, што би имплицирало да обични грађани боље управљају ризиком са којим су суочени и што би омогућило да ризици ефективно буду пренети са оних који су мање способни да их носе, на оне који су способнији.

Неке од иновација су можда и појачале проблеме асиметрије информација, а повећана комплексност учинила је да процењивање ризика буде отежано и отуда управљање ризиком знатно теже. Неке од иновација биле су усмерене на заобилажење рачуноводствених и финансијских прописа који су били конципирани да обезбеде ефикасност и стабилност финансијског система. Често се може чути да више регулативе може да укочи иновације. То не мора увек бити случај и може се оповргнути чињеницом да боља регулатива може усмерити предузетничке таленте на иновације које јачају добробит друштва. Модерне технологије комбиноване са напретком разумевања економских процеса јачају простор за такве иновације, па су додатни напори посвећени идентификовању појединих институционалних иновација које би могле да допринесу бољем функционисању глобалног економског система.

4.2. Креирање међународне банкарске регулативе – Базелски комитет

У циљу успостављања поузданог и кредибилног међународног банкарског система, неопходно је донети стандардизована, свеобухватна и усклађена правила, којих би требало да се придржавају све банке у било којем делу света. Тај систем би требало да сведе банкарске ризике на најмању меру и да очува солвентност банака. То подразумева и обавезу држава да обезбеде адекватну контролу целокупног финансијског сектора, поред тржишне контроле (кроз тржишну дисциплину, значи да се перформансе банке процењују на финансијском тржишту и опредељују кретање цена акција и обвезница банке, као и понашање менаџерске и власничке структуре да врши потребна прилагођавања). Главну улогу државне контроле пословних банака и финансијских институција, које делују на територији једне земље, врше централне банке. Глобализацијом светске привреде, која подразумева растућу дерегулацију, либерализацију и интернационализацију пословања, расте и потреба за ујединаченом применом правила банкарског пословања, која дефинишу минимални ниво обавезног капитала банке, у односу на њене укупне кредитне пласмане (кредите, гаранције и сл.).⁹⁷

Глобализација и интернационализација пословања финансијских институција створила је потребу да се изврши међународна хармонизација правила о пословању банака и других финансијских институција, како би се изједначили услови утврђивања базичних

⁹⁷ Стакић Б. (2012) *Међународне финансијске институције*, Универзитет Сингидунум, Београд, стране 42-43

критеријума, које би, у своме пословању, усвојиле финансијске институције широм света.⁹⁸

Капитал је основни показатељ финансијске снаге и сигурности банке. Он је потребан како приликом оснивања банке – њеног уласка на тржиште, тако је потребан и за њен раст, одрживост и истрајност. Капитал банке представља основни фактор њене дугорочне одрживости на тржишту и заштитно средство за превализажење евентуалних проблема у пословању. Банке морају имати капитал који је адекватан преузетим обавезама с једне стране и ризицима с друге стране, како би обезбедиле финансијску стабилност и флексибилност у пословању.

Базелски комитет за супервизију банака има примарну улогу на пољу међународне хармонизације правила у пословању банака. Формиран је од стране гувернера централних банака високоразвијених земаља групе Г 10 крајем 1974. године. Започео је са радом 1975. године, док данас броји 13 земаља чланица: Белгија, Канада, Француска, Немачка, Италија, Јапан, Луксембург, Холандија, Шпанија, Шведска, Швајцарска, Велика Британија и САД.

Базелски комитет за супервизију банака се бави питањима контроле банака и унапређивањем квалитета супервизије банка формулисањем основних стандарда супервизије и давањем препорука на основу најбоље праксе.

Битно је знати да Комитет не располаже формалним наднационалним контролним овлашћењима и да његови закључци немају снагу закона. Прописи које овај комитет донесе постају правно обавезујући за банкарске институције тек када их, у виду закона, усвоје скупштине у њиховим земљама. Усвојене базелске прописе земље примењују на банке на својој територији преко националних институција за супервизију банака из чега следи закључак да централне банке имају кључну улогу за спровођење ових стандарда.

Обзиром да се сматра да банке једне земље немају задовољавајући кредибилитет уколико нису усвојиле правила Базелског комитета о пословању банака, то је утицало да базелска правила усвоји преко 100 земаља у свету.

Како су коефицијенти капиталне адекватности били основни показатељ нивоа обавезног капитала, Базелски комитет је уочио да је потребно на међународном нивоу, донети правила која одређују хармонизован метод утврђивања нивоа адекватног капитала банке, односно минималног нивоа обавезног капитала банке, у односу на укупни ниво банкарских пласмана, која би прихватиле централне банке већине земаља. Пошто централне банке имају надзорну и контролну улогу над националним финансијским институцијама, било би обезбеђено спровођење донетих правила. Обзиром на субјективност различитих банкарских система и самих банака приликом мерења адекватности капитала, регулисање стандарда адекватности капитала варијирало је током времена, зависно од величине банке, као и од захтева регулаторних

⁹⁸ Козомара Ј., Стојадиновић Јовановић С. (2011) *Међународно пословно финансирање*, Економски факултет, Београд, страна 324

институција. Зато се Комитет усмерава да заустави ерозију стандарда у банкарским системима и да ради на већој конвергенцији у поступцима и моделима у мерењу адекватности капитала банака. Активности базелског комитета су резултирале доношењем одређених споразума, којима се на међународном нивоу усклађује и остварује регулација основних принципа пословања финансијских институција, укључујући пре свега банке. Првенствено је реч о уједначеном приступу код одређивања адекватности капитала финансијских институција широм света, са циљем стварања услова за смањивање растућих ризика у њиховом међународном пословању.⁹⁹

4.2.1. Базел I

Први документ Базелског комитета о минимуму обавезног капитала банака донет је 1988. године и познат је као Базелски споразум о капиталу – Базел I. Сврха Базел I стандарда била је у увођењу униформне методологије за израчунавање адекватног капитала банака, са циљем јачања финансијске стабилности банке и смањења ризика у пословима кредитирања. Овом методологијом је дефинисан међународни стандард минималног капитала, који се препоручује банкама, а утврђује се као минимална стопа капитала у односу на активу банака, пондерисану одговарајућим ризицима.

Базелом I је прописано да минимална стопа укупног капитала према ризико пондерисаној активи износи 8%, с тим што земље могу да одреде и више стопе адекватности капитала за своје банке.

Базел I дефинише:¹⁰⁰

1. Елементе капитала банака (основни и допунски),
2. Пондере за израчунавање кредитног ризика по билансној активи (пондери ризика: 0%, 20%, 50%, 100%),
3. Факторе кредитне конверзије за ванбилансне ставке (након чега се примењују одговарајући пондери ризика),
4. Стопу адекватности капитала као однос између капитала и кредитним ризиком пондерисане активе банке (билансне и ванбилансне).

Од 1993. године, када су бројне централне банке прихватиле препоруке Базела I и имплементирале га у пословање банака у својим земљама, уочено је повећање стопе захтеваног минималног капитала у банкама, у односу на дотадашњу праксу. Захтеви у погледу висине капитала су прилично стандардизовани међу земљама чиме су изједначени услови под којима банке послују на глобалном тржишту, порасла је дисциплина банака у процесу управљања капиталом, појачала се конкуренција на међународном нивоу. Уједначени услови пословања требало је да имају позитивне

⁹⁹ Козомара Ј., Стојадиновић Јовановић С. (2011) *Међународно пословно финансирање*, Економски факултет, Београд, стране 324-325

¹⁰⁰ Исто, страна 325

ефекте на клијенте банака, док су стандардизацијом методологије олакшани и побољшани надзор и супервизија пословних банака на својим тржиштима.

Иако је Базел I дао значајан подстицај развоју међународног банкарства, нису све централне банке у потпуности примењивале ова правила. Иако су централне банке прихватиле да кроз законе о банкама обезбеде спровођење Базелског споразума, национална примена стандарда је веома варијала, тако да потпуна координација није остварена. Разлог лежи у чињеници да је стопа адекватности капитала одређена екстерно и једноставно наметнута без увида неких других важних критеријума које карактеришу пословање банака.

Јединствен критеријум стопе адекватности капитала од 8% је требало применити на све банке, иако оне делују у различитом економском окружењу и на различитим тржиштима. Сигурно је да су банке на тржиштима земаља у развоју суочене са већим ризицима, него оне које делују на тржиштима високоразвијених земаља. Природно је да, тамо где су ризици већи, буде већа и стопа адекватности капитала. С друге стране, величина банке може такође бити фактор који утиче на одређивање висине стопе адекватности капитала. За мале банке, захтевана стопа од 8% може бити превелики износ који се мора издвојити, док за велике банке то не представља проблем.

Један од недостатака Базела I јесте што ставља акценат само на кредитни ризик и то без узимања у обзир разлике између дужника различитог квалитета и рејтинга. Овај стандард је занемарио остале ризике попут тржишних и оперативних ризика које је неопходно обухватити.

Половином деведесетих година двадесетог века, извршене су допуне Базела, које уводе тржишне ризике у анализу утврђивања минималног захтеваног капитала. Овај приступ се заснивао на ставу да је портфолио банке изложен поред кредитног и другим ризицима као што су каматни, девизни, робни и ценовни. Зато је укључен ризик каматне стопе, ризик промене цена хартија од вредности и валутни ризик. Уведен је нови инструмент за оцену тржишног ризика банке – вредност под ризиком или кредитним и тржишним ризиком подерисана актива – VaR.¹⁰¹

Капитал/ кредитним и тржишним ризиком пондерисана актива банке > 8%

Како су технологија и пракса управљања банкарским ризицима измењени, Базел I није могао да обезбеди поуздану основу за процену адекватног нивоа капитала у односу на укупне ризике које није обухватао.

¹⁰¹ Козомара Ј., Стојадиновић Јовановић С. (2011) *Међународно пословно финансирање*, Економски факултет, Београд, стране 329

4.2.2. Базел II

Са циљем превазилажења недостатака Базела I, Базелски комитет је 1999. године дао предлог новог споразума о међународној конвергенцији у мерењу капитала и стандардима капитала – Базел II. Коначна верзија објављена је 2004. године, док је 2006. године Базел II постао важећи.

Базел II чине стуба:¹⁰²

- ◆ Први стуб - норме адекватности капитала;
- ◆ Други стуб - контрола и надзор над променама адекватности капитала и методологијом за праћење ризика коју користе банке (пруденциони надзор) ;
- ◆ Трећи стуб - тржишна дисциплина, што укључује откривање потребних информација о основним ризицима, с којима се суочава банка и стварање основе за оцењивање адекватности капитала те банке од стране других учесника на тржишту.

Нови споразум о адекватности капитала – Базел II се ослања на искуства стечена у примени Базела I, али и на сазнањима проистеклим из глобалне економско финансијске кризе. Базел II је конципиран на основној идеји водиљи да се повећа осетљивост на ризик код финансијских организација. Он даје комплексан приступ утврђивању минимално потребног капитала у светлу већег броја методологија за мерење ризика, могућности избора методологија и новог начина утврђивања имениоца за израчунавање минимално потребног капитала, који сада поред кредитног и тржишног ризика, први пут обухвата и оперативни ризик. Без обзира на сложеност стандарда, његова примена би требала да допринесе стабилности финансијског сектора, јер ће капитални захтеви утврђени новим методологијама реалније одражавати висину ризика којим је изложена свака појединачна банка. Дакле, разлог за доношење Базела II је реалнија процена оснивачког капитала сразмерно свеукупном профилу ризика банке. Тиме ће се обезбедити већа сигурност и стабилност банкарског система, креирање адекватног приступа за процену свих ризика преузетих од банке, експлицитно укључивање свих ризика у процену профила ризика сваке банке и задржавање постојећег минималног нивоа капитала. Ови принципи ће се фокусирати на међународно активне банке, а основне принципе примењиваће и остале банке.

На основу свега што смо навели а што је карактеристика Базела II, можемо закључити да он означава праву револуцију у банкарству. Од способности и вештине управљања ризицима и експлоатисања интерних приступа зависиће и конкурентност банака са аспекта могућности смањивања обавезног нивоа капитала.

¹⁰² Базел II: *Међународна сагласност о мерењу капитала и стандардима капитала – ревидирани оквир, свеобухватна верзија*, Базелски комитет за супервизију банака, 2007, превод Борковић М., Вуковић Д., Београд, страна 9

Један од праваца стандардизовања знања неопходних за неки наредни период јесте увођење професионалних лиценци из менаџмента ризика, као што је професионални менаџер ризика.¹⁰³ Други правац би укључивао реформу образовних програма у оквиру не само математичких, већ и економских студија, укључујући и развој посебних студија за квантитативне финансије и менаџмент ризика.

Базел II ствара простор за значајне потенцијалне предности великих банака у односу на мале банке, чиме утиче на смањење регулаторног износа минималног капитала код највећих банака, што ће зависити од њихове способности да ефикасно експлоатишу методологију Базела II. Краткорочно, суочавају се са већим трошковима увођења и развоја интерних система и технологија, јер се захтева прикупљање и процесуирање много веће количине података, као и већим трошковима усклађивања и транспарентности пословања. Ипак се очекује да ће прецизније процене стварних ризика довести до нижих капиталних захтева у поређењу са стандардним приступом, што ће омогућити банкама предност у односу на конкуренте, путем ефикасније употребе капитала. Овде такође постоји и друга страна медаље – комплексност Базела II утиче на пораст трошкова регулисања банака, који је већи у земљама где постоји велики број банака. Такође, примена споразума Базел II показује своје недостатке у периодима финансијских криза и рецесија, када банкарски капитал доживљава ерозију због кредитних губитака. Круто инсистирање на повећању износа обавезног капитала у односу на укупну активу, смањује ниво кредитне активности банака и тако утиче на продубљивање кризе.¹⁰⁴ Бланкарт и Фастен (2009) су такође указали на неуспехе споразума Базел I и Базел II. „У неком смислу, они су појачавали динамику тржишта уместо да га регулишу.”¹⁰⁵

4.2.3. Базел III

Недавна кредитна криза се знатно одразила на банке, а тиме и на целу привреду, те се, као логична последица, појавила идеја о поштравању правила која би стабилизовала цео систем. Након бројних расправа на разним нивоима, у децембру 2010. године, под називом Базел III донете су измене и допуне регулаторног оквира познатог као Базел II. Главни циљ нове регулативе јесте да се учврсте правила о капиталу и ликвидности и да се изгради отпорнији банкарски сектор. Основна замисао Базела III је јасна: очувати што више капитала и поштрити правила о управљању ликвидношћу. Све то налаже потребу за јачањем организације, процеса, методологија и, на крају, података и технолошких платформи.

¹⁰³ Базел II: *Међународна сагласност о мерењу капитала и стандардима капитала – ревидирани оквир, свеобухватна верзија*, Базелски комитет за супервизију банака, 2007., превод Борковић М., Вуковић Д., Југословенски преглед, Београд, страна 11

¹⁰⁴ Козомара Ј., Стојадиновић Јовановић С. (2011) *Међународно пословно финансирање*, Економски факултет, Београд, страна 336

¹⁰⁵ Blankart C.B., Fasten E.R. (2009) *Financial Crisis Resolution – The State As A Lender Or Last Resort?*, *Economic Affairs*, Vol. 29, Issue 3, страна 52

Иако су банке у региону углавном увеле оквир управљања ризицима који је у складу са регулативом, остаје питање оптимизације пословних процеса. Без даљег унапређења осталих процеса, тј. одобрења кредита, праксе управљања наплатом и инструментима обезбеђења, банке неће моћи да успоставе адекватну основу за оквир управљања ризицима како би он био потпуно функционалан и укључен у све аспекте корпоративног управљања, те како би на крају њиховом пословању обезбедио додатну вредност. У том контексту, Базел III треба посматрати као покретач даљег развоја праксе и процеса управљања ризицима, који ће се ослањати на одговарајуће компетенције, практична знања и искуства, ресурсе и технологије.

Базел III је глобални регулаторни оквир за стабилније банке и банкарске системе, који се састоји од обухватног сета реформских мера за подршку основном концепту – способности банкарског сектора да апсорбује шокове који настају из финансијских и економских стресова, без обзира на извор, кроз унапређење управљања ризицима у банкама и транспарентност у њиховом раду.¹⁰⁶

Базелски комитет је препоручио квалитативне и квантитативне реформе регулаторне капиталне основе и унео један број макро елемената сигурности у капитални оквир. Сегменти обухваћени реформама су следећи:¹⁰⁷

- Подизање квалитета, конзистентности и транспарентности капиталне основе,
- Јачање покривености ризика,
- Допуњавање капиталних захтева за ризик са рациом леверица,
- Редуковање процикличности и промовисање контрацикличних амортизера,
- Усмеравање системског ризика и унутрашње повезаности.

Правилима Базела III знатно је повећан квалитет и ниво капитала који ће банке држати у резерви. Виши квалитет капитала значи и већи капацитет за апсорпцију губитака. Зато је кључни елемент нове дефиниције капитала већи фокус на основни капитал. С обзиром на то да се директно користи за покриће губитака, основни капитал банке је најјефективнији тип капитала. Минималан захтев за основним капиталом је Базелом III подигнут на 4,5% подерисане активе са 2% предвиђених Базелом II. Поред овог, банке ће минимални износ капитала морати допунити са тзв. „заштитним износом“ (тампон зоном) основног капитала од 2,5% средстава, што подиже укупни регулаторни захтев за основним капиталом који ће банке морати да држе на 7%.¹⁰⁸

Све државе чланице Базелског комитета морају да почну са превођењем Базел III правила у националне регулативе и законе до 2013. године као крајњег рока, када ће

¹⁰⁶ Стакић Б. (2012) *Међународне финансијске институције*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 50

¹⁰⁷ Матић В. (2011) Базел III, Банкарство, *Еколекс*, Јачање глобалност капиталног оквира, страна 180

¹⁰⁸ Стакић Б. (2012) *Међународне финансијске институције*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 52

Базел III ступити на снагу и биће примењиван фазно до 2019. године. Такође, банке ће морати да почну са припремама за примену ових стандарда.

Стандарди ће бити поступно подељени у фазе:¹⁰⁹

◆ Рацио покрића краткорочне ликвидности ће постати минимални стандард у 2015. години, а рацио дугорочног нето финансирања ће постати минимални стандард 2018. године, са периодом посматрања који ће омогућити супервизорима да постигну снажније извештавање у овом периоду. Постоје одређена очекивања да би недостатак података и искустава везано за регулативу о ликвидности, који су мање комплетни у поређењу са онима везано за регулативу о капиталу, требало да буде превазиђен овим приступом.

◆ Очекивање Базелског комитета у односу на левериц рацио у транзиционом периоду је релативно прецизна процена да ли су предложени дизајн и калибрација одговарајући за пун кредитни циклус и за различите типове пословних модела.

Такође, уочене су и ненамереване импликације Базел III стандарда. Оне су сврстане на следећи начин:¹¹⁰

- Притисак тржишта

Мада је дат транзициони период до осам година, јер ће пуна примена Базела III уследити од 2019. године, неки учесници у интеракцији са Комитетом већ истичу да ће притисак тржишта терати банке да се раније прилагоде јачим захтевима и да је тај тренд већ видљив код неких банака. Пратећи негативан ефекат је у томе што многе банке изгледа повећавају своје капиталне коефицијенте смањујући кредитирање и ослобађају се активе уместо да мобилишу нови капитал и наставе са кредитирањем.

- Разлике међу јурисдикцијама

Упозорења се односе и на недостатак конзистентности између јурисдикција, при чему поједини регулатори повећавају прописане минимуме. То је ризик фрагментације правила која отежава не само глобалним финансијским институцијама да их прате, већ је контрапродуктивна за раст глобалне економије.

- Достигнут ниво капитала и начин смањења леверица

Регулатори указују на то да је од значаја и досегнути ниво капитала, у смислу да, ако већ треба због преласка банака на Базел III смањити левериц, онда не би смело да се ослања само на "ватрогасне продаје" активе, већ то треба остварити ваљаном комбинацијом континуираног пласирања кредита областима економије са потенцијалним растом, пажљивим реструктурирањем корисника кредита који могу да

¹⁰⁹ Стакић Б. (2012) *Међународне финансијске институције*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 53

¹¹⁰ Вуковић Д. (2012) Базел 3 – Ненамераване последице, оригинални научни рад, *Банкарство*, Београд, број 2, стране 24-33

пребрوده своје потешкоће и реорганизацијом корисника кредита који не могу да опстану.

- Виши капитални захтеви и менаџмент

Виши захтеви за капиталом могу утицати на понашање менаџмента. На пример, код слабијих институција виши захтеви за капиталом могу да послуже заташкавању погрешне управљачке праксе и неразвијене културе управљања ризицима, док банке са бољим управљањем могу да губе изгледе за раст због капиталних ограничења.

- Контрациклични капитални амортизер

Амортизер за успоравање кредитног раста може бити уведен прерано, што би погодило раст економије. Такође, контрациклични амортизер може да ствара неизвесност око нивоа захтеваног капитала и тиме доводи институције у ситуацију да држе вишак капитала у периодима када још није ни уведен, ограничавајући расположивост дугорочних кредита.

- Дуги период увођења

Дуг период увођења Базела III уз потенцијално високе трошкове прилагођавања поставља дилему пред банке: потребно је одредити се за убрзану примену новог споразума или је одлагати што је дуже могуће, надајући се да ће боље разумевање помоћи да се избегну непотребни трошкови ако се у међувремену захтеви мењају.

4.2.4. Банкарска регулатива у Србији – Примена Базелских правила

Контролу над пословањем банака у Србији спроводи Народна банка Србије која врши контролу бонитета и законитости пословања банака и других финансијских институција. Крајем 2005. године донет је нови Закон о банкама са циљем усаглашавања регулативе банкарског пословања у Србији са Базелом II, директивама Европске уније и савременим банкарским тенденцијама. Најважније промене у банкарству односе се на контролу банкарског пословања, квалитетније корпоративно управљање, ефикасније управљање ризицима, уостављање надлежности Народне банке Србије у области заштите конкуренције.

Процес увођења Базел II стандарда у пословне банке у Србији почео је 2006. године, а обавеза комплетног коришћења Базел II процедуре код домаћих банака ступила је на снагу 01. јануара 2011. године. Од 2008. године Народна банка Србије је приступила спровођењу детаљног плана за увођење Базел II стандарда код нас. Према нацрту НБС, из области контроле пословања, банка је дужна да управља кредитним ризиком на нивоу појединачних пласмана и на нивоу целокупног кредитног портфолиа.

Искуства Србије у погледу примене Базела I су скромна при чему ни један од базичних принципа није примењиван. Банкарски сектор Србије је током деведесетих година био

руиниран, док значајне промене у банкарству Србије крећу после 2000. године. Измењена је структура банкарског сектора, број укупних банака је смањен, као и број банака у државном власништву, док је број страних банака порастао.

Народна банка Србије је крајем 2007. године, у складу са препорукама Базелског комитета за супервизију банака, започела процес увођења Базел II стандарда у Србији. Значајан корак ка примени Базел II стандарда представљало је доношење одлука о управљању ризицима банке, о адекватности капитала банке, о класификацији банкарске активе и ванбилансних ставки банке о управљању ризиком ликвидности банке. Као основни циљеви увођења Базел II стандарда у Србији постављени су:¹¹¹

1. Даље јачање стабилности банкарског сектора и финансијског система,
2. Унапређење процеса управљања ризицима у банкама и процеса супервизије заснованог на ризицима,
3. Јачање транспарентности и тржишне дисциплине,
4. Усклађивање са условима пословања на међународном финансијском тржишту,
5. Хармонизација са прописима Европске уније,
6. Стварање јаче везе између капиталних захтева и изложености ризицима банке.

Израчунавање адекватности капитала банака детаљно је регулисано Законом о банкама, Одлуком о адекватности капитала банке и Упутством о извештајима банке у вези са показатељем адекватности капитала, капиталним захтевима и књигом трговања банке.

Минимални оснивачки капитал, односно прописани капитални цензус износи 10 милиона евра према званичном средњем курсу, који банке морају да одржавају у сваком тренутку током пословања. Показатељ адекватности капитала банке се одређује као однос капитала банке и ризичне активе и прописан је минимални износ укупног капитала према ризику пондерисаној активи у износу од 12%.¹¹²

Народна банке Србије може да одреди банци показатељ адекватности капитала који је већи од прописаног ако банка преузима веће ризике у пословању од уобичајених, односно ако се контролом бонитета и законитости пословања утврде неправилности у пословању банке које могу угрозити њено стабилно и сигурно пословање.

Иако нови Закон о банкама из 2005. године начелно декларише неке принципе Базела II, он не мења фундаменталне принципе досадашње ревизије засноване на врло агрегираним извештајима базираним на међународним рачуноводственим стандардима где се може наћи само агрегирани динарски износ инвестирања банке у све акције. То не говори ништа о ризику ни о тржишној вредности тог дела трговинског портфолиа

¹¹¹ Козомара Ј., Стојадиновић Јовановић С. (2011) *Међународно пословно финансирање*, Економски факултет, Београд, стране 341-342

¹¹² Исто, страна 342

банке, будући да степен ризичности тих хартија може да буде, и најчешће јесте, веома различит. Слично је и са каматним и валутним ризиком.¹¹³

Највећи број банака на српском тржишту чине банке са седиштем у Европској унији, које морају да послују у складу са Базелом II. Зато је за Србију Базел II веома важан и она га мора имплементирати у своје законодавство и пословање.

Показатељ адекватности капитала у српским банкама је у 2009. години, на нивоу од 20,8% што је за готово 9% изнад минимума који прописује Народна банка Србије од 12%, док је према Базелским принципима захтевани минимум адекватности капитала 8%.¹¹⁴

Према мишљењу највећег броја банака, како страних тако и домаћих, најзначајнију предност примене Базел II стандарда представља примена интерних модела за управљање ризицима и израчунавање капиталних захтева. Око 25% банака сматра да ће имплементација Базел II стандарда омогућити смањење капиталних захтева. Као највећи проблем са којим се банке сусрећу приликом увођења Базел II стандарда, истичу се трошкови обуке кадрова и изградње информационих система, унапређење информационе технологије, као и недостатак адекватних кадрова. Неопходно је спровести још многе активности на бројним пољима како би се створили сви неопходни услови за имплементацију Базел II стандарда. Специфичност нашег тржишта јесте чињеница да ће одређени број банака добити подршку из својих матица у иностранству, што чини већину банкарског сектора. То може утицати на убрзавање процедуре, али се мора узети у обзир потреба за респонзивношћу – прилагођавање нашем домаћем тржишту.

¹¹³ Базел II: *Међународна сагласност о мерењу капитала и стандардима капитала – ревидирани оквир, свеобухватна верзија*, Базелски комитет за супервизију банака, 2007., превод Борковић М., Вуковић Д., Југословенски преглед, Београд, страна 12

¹¹⁴ Козомара Ј., Стојадиновић Јовановић С. (2011) *Међународно пословно финансирање*, Економски факултет, Београд, страна 343

ЧЕТВРТИ ДЕО
ПРИСУСТВО СВЕТСКЕ КРИЗЕ У
СРБИЈИ

1. Последице светске кризе по финансијски сектор у Србији

Директни ефекти светске економске кризе оставиће дубоке последице на земље које највише учествују у међународним токовима капитала и међународној трговини. За разлику од ових земаља, земље у развоју као и земље које пролазе кроз процес транзиције осетиће индиректне кризе по финансијски сектор, које ће се манифестовати кроз пад ликвидности, отежану изградњу и реформу финансијских институција, као и по реалан сектор кроз успоравање привредне активности. У групу земаља у развоју спада и Србија, као земља која је у поодмаклом процесу транзиције.

Србија је прве ударе кризе осетила на свом најосетљивијем делу финансијског тржишта – берзи. Обзиром на карактеристике и недовољну развијеност тржишта капитала у Србији, сматрало се да ће утицај светске економске кризе на тај сектор бити ограничен. Међутим, нестабилна политичка ситуација почетком 2008. године додатно је повећала неизвесност инвеститора и проузроковала је веће повлачење страног капитала, што је имплицирало смањење ликвидности тржишта капитала и неповољно деловало на будућа дешавања на Београдској берзи.

Индекси берзе у Београду губили су вредност много брже него индекси на развијеним тржиштима. Почетком 2008. године, под утицајем дешавања на домаћем и великим светским финансијским тржиштима евидентно је дошло до значајнијег повлачења страних инвеститора са тржишта Србије. Услед лошег кредитног рејтинга Србије и повећаног ризика улагања у земљу, улазак капитала из иностранства кроз нове портфолио инвестиције је окарактерисан изразито малом вероватноћом. Домаћи инвеститори се услед страха од будућих дешавања на берзи и недовољне понуде берзанских производа одлучују за штедњу у банкама или за држање новца у својим „сламарицама“.

У четвртом кварталу 2007. године стање на финансијском тржишту у свету почело је да се одражава на берзанско тржиште у Србији када су оба индекса Београдске берзе забележила нагли пад. Тренд пада вредности индекса настављен је и у првом кварталу 2008. године. Узрок наглог пада вредности индекса био је повлачење иностраних портфолио инвеститора са тржишта Србије услед очекивања даљег пада цена акција и продубљивања настале кризе. Друго тромесечје обележено је стагнацијом финансијског тржишта услед успостављене стабилности на политичкој сцени у Србији, која је успорила одлазак страних инвеститора и подстакла трговање – што је повећало ликвидност тржишта. Међутим, почетком трећег квартала, када се финансијска криза проширила на сва светска финансијска тржишта, берзански индекси у Србији бележили су константан пад, који је настављен у првом кварталу 2009. године.

Уколико се упореде резултати пословања на берзама у региону, закључак је недвосмислен – индекси Београдске берзе су претрпели највећи пад, док су промет и

показатељи везани за тржишну капитализацију на приближном нивоу других берзи у региону.

Табела 1: Преглед берзанских показатеља у региону у 2008. години

Berza	Indeks		Promet		Tržišna kapitalizacija	
	Naziv	Promena (%)	Vrednost u mil. €	Promena (%)	Vrednost u mil. €	Promena (%)
Beograd	BELEX 15	-75,62%	810,94	-56,45%	10.345,19	-36,37%
	BELEXline	-68,72%				
Ljubljana	SBI TOP	-66,29%	1.285,79	-42,26%	15.617,49	-41,86%
	SBI 20	-67,49%				
Zagreb	CROBEX	-67,10%	4.241,17	-53,30%	24.170,88	-55,10%
Sarajevo	BIFX	-67,34%	243,90	-62,56%	3.992,50	-49,68%
	SASX-10	-66,52%				
Banjaluka	BIRS	-59,91%	51,90	-82,46%	1.884,40	-52,43%
Podgorica	MOSTE	-71,25%	76,84	-71,83%	2.094,45	-39,00%
Skoplje	MBI-10	-72,92%	201,50	-70,32%	2.027,30	-59,72%
Prag	PX	-52,72%	34.223,00	-15,89%	40.996,00	-40,72%
	PX-Glob	-51,66%				
Budimpešta	BUX	-53,34%	22.944,00	-35,46%	57.695,08	-28,39%
Beč	ATX	-61,20%	145.106,90	-23,88%	71.629,80	-67,13%

Извор: Ауторски тим (2009) *Светска економска криза и последице по привреду Србије*, Институт факултета за економију, финансије и администрацију, Београд, страна 41

Ни банкарски сектор није остао имун на светску финансијску кризу. Један од првих индикатора који је указивао на све озбиљније размере кризе јесте раст каматних стопа банака. Као носилац финансијског система у Србији истиче се банкарски сектор. Како је у Србији недовољно развијено финансијско тржиште, банке су додатна средства за финансирање кредитне активности углавном добијале од својих централа. У периоду појачавања финансијске кризе, банкама је отежано задуживање у иностранству, па су кредити постајали све неприступачнији због повећаног систематског ризика, повећаних трошкова и опште несташице капитала у свету што је довело до смањења броја издатих кредита. Последице преливања кризе са финансијског на реални сектор Србије, огледају се у недоступности финансијских средстава, повећаном одливу капитала из привреде и изостанку преко потребних страних инвестиција. Услед мањка капитала, долази до поскупљења његове цене, финансирање кредита биће ограничено и услови за добијање кредита биће ригорознији. Такође, недостатак капитала ће знатно отежати производњу и успорити економски раст.

2. Допринос светске економске кризе економској кризи у Србији

Светска економска криза је бројним факторима утицала на извоз производа и услуга из Србије, а тиме допринела паду производње, пре свега индустријске, што се морало неповољно одразити на запосленост у том сектору. Осетно смањење извоза индиректно је погодило и низ домаћих испоручилаца сировина и репродукционих материјала која се уграђују у извозне производе. Светска економска криза имала је за последицу већи или мањи пад цена на светском тржишту низа производа који у структури извоза Србије имају високо учешће, а међу њима се посебно истичу производи црне и обојене металургије.¹¹⁵

Због светске економске кризе, стране директне инвестиције, како у светским оквирима тако и у случају прилива у Србију, знатно су смањени. Међутим, драстичан пад прилива страних директних инвестиција у Србију већим делом је последица знатног погоршања у сфери политичке, правне и макроекономске области.

Тешка економска криза у Србији само делимично може да буде објашњена светском економском кризом. Тврдње званичника и многих економиста да је светска економска криза једини узрочник тешке економске кризе у земљи су неприхватљиве и врло опасне јер стварају илузију да ће са могућим опоравком светске привреде – проблем економске кризе у Србији бити решен.¹¹⁶

По мишљењу многих економиста, светска економска криза до скоро није много дотицала Србију, јер се све то дешавало „тамо негде у белом свету“. Међутим, пред крај прошле године, Србија је постала део тог света и почела је да осећа ефекте светске финансијске кризе. Прво на удару је било српско тржиште капитала – Београдска берза које је у великој мери зависила од страних инвеститора.¹¹⁷

Криза у Србији је посебно тешка када је у питању правни систем. Сам Устав Србије има низ слабости уз бројне одредбе које се не поштују. Многи закони који директно и индиректно регулишу привреду су врло проблематични или још нису ни донети. Ту је и судство у којем велики број афера није решен. Начин на који се формулишу и доносе закони у Србији резултира озбиљним проблемима у њиховој примени као и честим изменама. Како би набрајање елемената по којима се Србија налази далеко од појма правне државе потрајало, овде ћу се зауставити и подвући црту испод које следи закључак да се све ове неповољне карактеристике врло негативно одражавају на привредне перформансе.

¹¹⁵ Ковачевић М. (2010) *Узроци дубоке економске кризе у Србији*, оригинални научни рад, Школа бизниса, број 3/2010, страна 4

¹¹⁶ Исто, страна 5

¹¹⁷ Јотић Ј., Тегелтија М., Ловре И. (2011) *Савремене тенденције и криза финансијског сектора у Србији*, школа бизниса, број 2/2011, страна 91

3. Инвестициона клима у Србији

Страни инвеститори сматрају да је Србија значајно унапредила своје законодавство, али да су потребна даља усаглашавања са земљама Европске уније. Савет страних инвеститора од 2003. године редовно објављује Белу књигу која даје конкретне предлоге за унапређење пословног окружења у Србији и препоруке за побољшање услова пословања у одређеним секторима.

Убрзано смањивање преосталих пословних ризика и стварање услова за подизање конкурентности домаће привреде на виши ниво, представља незаобилазну обавезу носилаца економске политике. Повећано инвестирање као и прилив савремених технологија из иностранства може представљати прекретницу у процесу снажнијег укључивања домаће привреде у светске економске токове. Активна улога државе у стварању привлачних услова за стране инвестиције треба да повећа сигурност и ојача мотивисаност страних инвеститора. Унапређење инфраструктуре је значајан предуслов за привлачење пажње страних инвеститора на привредне могућности Србије.

У Белој књизи страних инвеститора се истиче да је за будући прилив страних директних инвестиција значајно како страни инвеститори који су већ уложили своја средства у домаћа предузећа оцењују инвестициону климу у земљи. Бела књига представља књигу са конкретним предлозима за побољшање пословне климе у земљи – садржи скуп приоритета за економску политику земље виђену очима страних инвеститора.

Примећује се да су оцене страних инвеститора у 2006. и 2007. години у погледу инвестиционе климе у Србији биле знатно повољније у поређењу са 2004. годином.¹¹⁸

Бела књига 2008. је за предлоге имала креирање услова за слободну конкуренцију уз доделу једнаких права свим конкурентима, реформу образовног система, стимулацију истраживања и развоја као и креирање подстицајног окружења за стране инвеститоре.

Бела књига 2009. је указала на потребу за убрзањем транзиционе реформе која ће приближити Србију Европској Унији, стварање конкуренције на регулисаном тржишту, наставак реформе образовања, неопходност спровођења „Гиљотине прописа“, доношење Акционог плана за поправљање кредитног рејтинга Србије.¹¹⁹

Бела књига 2010. утврђује конкретне предлоге и сугестије за лакше пословање у Србији са нагласком на три стуба развоја – инфраструктура, некретнине и људски капитал. Кључни циљ економске политике Србије треба да буде у предвидивости која се најпре огледа у европској оријентацији земље и њене привреде. Оријентација ка ЕУ

¹¹⁸ Ковачевић Р. (2008) *Економски односи Србије са иностранством*, Економски факултет, Београд, страна 397

¹¹⁹ http://www.eurobankefg.rs/upload/documents/o_banci/Bela%20knjiga%202009.pdf, приступљено 02.01.2013.

подразумева и усвајање европских стандарда – то је оно што страни инвеститори очекују у Србији.¹²⁰

Бела књига 2011. је усмерила пажњу владе на озбиљан проблем корупције која треба да представља приоритет владе као и потребу за наставком смањења како административних тако и бирократских препрека.

Бела књига 2012. треба да помогне Влади Србије да поправи услове за улагања и унапреди укупни амбијент за пословање у Србији. У њој је указано да је Србија добро место за инвестиције, да има образовану и стручну радну снагу, али је наглашено да је потребно преусмерити фокус Владе са краткорочних на дугорочна решења. Као препоруке у Белој књизи истичу се: развој некретнина и грађевинарства, унапређење радног права, пореска регулатива, стабилно и предвидиво пословно окружење, наставак структурних реформи, либерализација тржишта, транспарентне јавне набавке, модернизација администрације, повећање конкурентности Србије.¹²¹

У анализи Светске банке је указано на неуједначени третман страних инвеститора у Србији. Наведен је случај Хенкела, који је без претходне најаве био позван да плати порез на отпремнине запослених у Мерими, иако је већ био догорен са Владом Србије пакет отпремнина. Са сличном праксом су биле суочене и компаније ЛаФарге и Филип Морис. Понашање мултинационалних компанија је опредељено тежњом за максимирањем профита, тако да не чуди то што управо ове компаније повремено инсистирају на заштити домаћег тржишта од увозне конкуренције.¹²² Као проблем се наводи и чињеница да након потписивања уговора о страном улагању Влада није могла да обезбеди власништво над земљом, нити да убеди државне кредиторе приватизованих предузећа да отпишу своја потраживања од ових предузећа. Инвеститори су све наведено протумачили као неспремност владе да се суочи са проблемима превелике задужености предузећа и презапослености у њима – створено је организационо сало које је ова предузећа спутавало у развоју. Ово је било недопустиво у ситуацији када се на прилив страних директних инвестиција гледа као на кључни извор прилива страног капитала који би имао одлучујућу улогу у трансформацији производне структуре привреде.

Мада су предузећа која су током процеса приватизације прешла у руке иностраних власника почела да приказују боље пословне карактеристике од неприватизованих предузећа, још увек се на стране директне инвестиције гледа као на извор финансијских средстава, а не као на пакет развојних фактора (опрема, технологија, тржишни канали, организационе вештине) који би могли помоћи реструктурирању привреде Србије.

Оно што је значајно јесте управо чињеница да је Влада Србије усвојила Стратегију подстицања и развоја страних улагања као и низ мера за привлачење страног капитала. Између 2.000 и 10.000 евра се додељује инвеститору за отварање сваког радног места,

¹²⁰ <http://blog.erazvoj.com/?p=1059>, приступљено 02.01.2013.

¹²¹ http://www.kombeg.org.rs/aktivnosti/c_eko/Detaljnije.aspx?veza=7728, приступљено 02.01.2013.

¹²² Ковачевић Р. (2008) *Економски односи Србије са иностранством*, Економски факултет, Београд, страна 397

затим потписани су споразуми са многим земљама о избегавању двоструког опорезивања, код дела увоза се не плаћа царина (када се увозе материјали за сопствену производњу и опрема). Што се тиче слободе оснивања предузећа, потпуно је загарантована, и страни инвеститор може имати и 100% власништва у уделима или у акцијама. Дозвола за оснивање је неопходна у случајевима инвестирања у области здравља, производње и промета лекова, ветеринарских производа и услуга, транспорта, наоружања и муниције, осигурања и менаџмента који се бави ликвидацијом предузећа.¹²³

Најзначајнија промена се дешава 2002. године када је Законом о страним улагањима извршена максимална либерализација страних улагања при чему су страним лицима гарантована следећа права:¹²⁴

- Слобода улагања.

Страни улагач може оснивати, односно улагати у предузећа за обављање свих врста делатности ради стицања добити, уколико законом није другачије предвиђено (питања екологије, заштите животне средине)

- Национални третман

Страни улагач у погледу свог улога, сходно правилима СТО ужива једнак положај, права и обавезе као и домаћа лица, уколико законом није другачије утврђено.

- Правна сигурност

Страни улагач ужива пуну правну сигурност и правну заштиту у погледу права стечених улагањем.

- Конверзија и слобода плаћања

Страни улагач може, у погледу плаћања везаног за страно улагање, слободно конвертовати домаћу валуту у страну конвертибилну валуту, затим може слободно вршити плаћање у међународним пословним односима, а може страну валуту држати на девизном рачуну код банке и тим средствима слободно располагати.

- Право на вођење пословних књига

Предузеће са страним улогом, поред обавезе вођења пословних књига и сачињавања финансијских извештаја у складу са домаћим прописима, има право вођења и сачињавања финансијских извештаја у складу са међународним прихваћеним рачуноводственим и финансијским стандардима.

- Право на трансфер добити

¹²³ Унковић М., Кордић Н. (2011) *Регулаторни оквири за страна директна улагања*, Сингидунум ревија, Вол. 8, Но. 2, стране 119-130

¹²⁴ Стакић Б. (2012) *Међународне финансијске институције*, Универзитет Сингидунум, Београд, стране 238-239

Страни улагач може, по измирењу обавеза у складу са домаћим прописима, слободно и без одлагања у конвертибилној валути, трансферисати у иностранство сва финансијска и друга средства у вези са страним улагањем.

- **Повољнији третман**

На страна улагања на територији наше земље примењује се наше право. Уколико међународни или билатерални споразум чије су чланице држава страног улагача и наша земља предвиђа третман који је за страног улагача или његово улагање повољнији од третмана предвиђеног Законом о страним улагањима, примењује се третман предвиђен таквим споразумом.

Поред ових права, закон је увео и низ подстицаја за страна улагања:

- **Слобода увоза**

Увоз ствари које представљају улог страног улагача је слободан под условом да задовољава прописе који регулишу заштиту животне средине.

- **Пореске и царинске олакшице**

- **Царинска ослобођења**

Увоз опреме по основу улога страног улагача, осим путничких моторних возила и аутомата за забаву и игре на срећу, ослобођен је плаћања царина и других увозних дажбина.

- **Стицање својине на непокретностима**

Страно физичко и правно лице, у својству страног улагача може стицати својину на непокретностима у складу са одговарајућим законом.

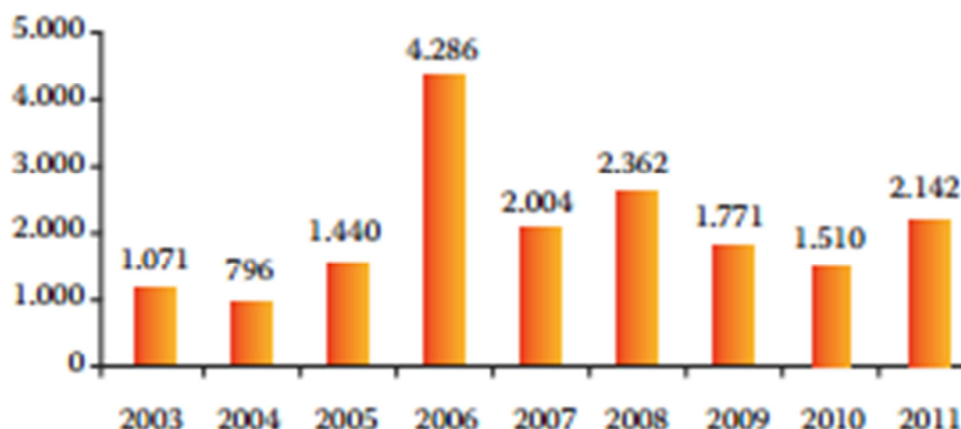
- **Поједностављена процедура регистрације**

Страна улагања региструју се у складу са законом који регулише положај привредних друштва.

4. Приливи страних директних инвестиција у Србију

Економска и политичка криза, распад земље, бомбардовање, санкције, и бројне недаће којима је наша земља била изложена изазвали су прекид прилива страних директних инвестиција, који оживљава тек после 2000. године.

Графикон 1: Ниво инвестиција у Србији у периоду 2003. до 2011. године

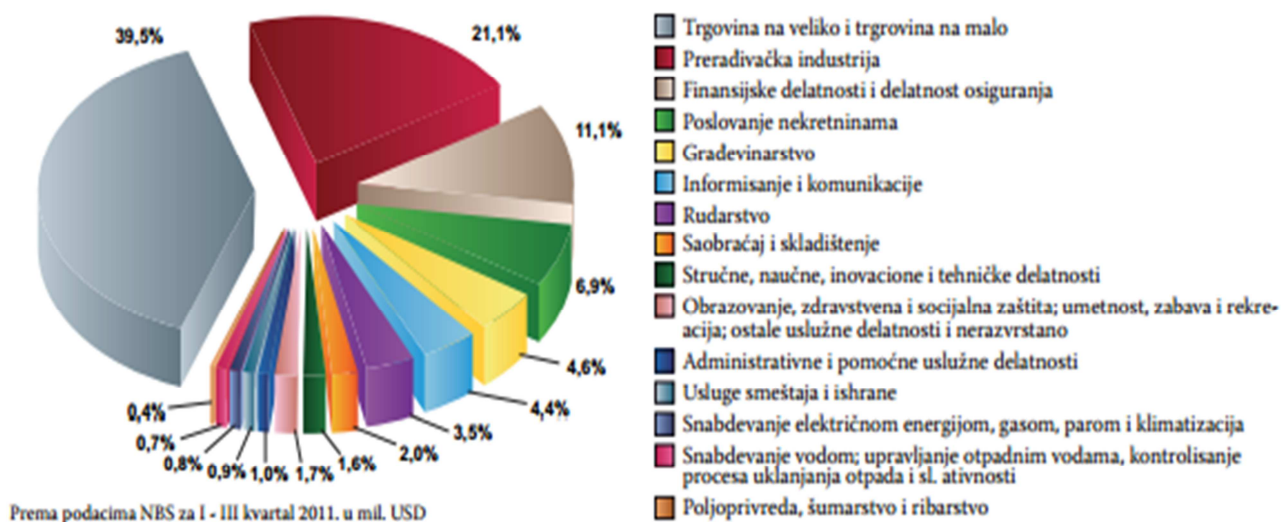


Извор: <http://www.pks.rs/SADRZAJ/Files/Brosura%20srpski.pdf>

Са представљеног графикона се јасно види да је највећа вредност прилива страних директних инвестиција у Србији остварена у 2006. години када је норвешка компанија Теленор преузела српску компанију Моби 63 за 1,5 милијарду долара. У наредним годинама, од 2007. до 2009. године, Србија у просеку има просечну годишњу вредност прилива страних директних инвестиција од 2 милијарде долара.¹²⁵

Стане директне инвестиције у највећој мери у Србију пристижу из земаља Европске уније, САД и земаља Централне и Источне Европе.

Графикон 2: Стране директне инвестиције по гранама делатности 2011. године



Извор: <http://www.pks.rs/SADRZAJ/Files/Brosura%20srpski.pdf>

¹²⁵ Козомара Ј., Стојадиновић Јовановић С. (2011) *Међународно пословно финансирање*, Економски факултет, Београд, страна 374

Од укупног износа страних директних инвестиција у Србији, до 2005. године, највећи износ био је усмерен у финансирање трговине. Међутим, од 2005. - 2008. године водећи сектор финансиран овим приливима постаје финансијско посредовање, а затим телекомуникације, прерађивачка индустрија, послови са некретностима и трговина.¹²⁶

Међународно финансирање српских предузећа је остваривано поред страних директних инвестиција усмерених на приватизацију и кроз друге облике инвестиција: првенствено аквизиције, потом гринфилд инвестиције и врло мало, односно само једну браунфилд инвестицију и заједничко улагање, у периоду од 2002. до 2009. године. Директним инвестицијама страних предузећа, финансирана су домаћа предузећа у различитим секторима, као што су: телекомуникације, нафтна, аутомобилска, дрвна, фармацеутска, металска индустрија, банкарство, осигурање, производња хране и пића, а било је улагања и у друге области.¹²⁷

Табела 2: Двадесет највећих инвеститора у Србији у периоду 2001. – 2010. године

Kompanija	Zemlja porekla	Delatnost	Iznos investicije (u milionima EUR)
Telenor	Norveška	Telekomunikacije	1602
Gazprom Neft - NIS	Rusija	Nafta i gas	947
Fiat Automobili Srbija	Italija	Automobilska industrija	940
Delhaize	Belgija	Trgovina	933
Stada - Hemofarm	Nemačka	Farmacija	650
Mobilkom - VIP Mobile	Austrija	Telekomunikacije	633
Philip Morris DIN	SAD	Industrija duvan	630
Banca Intesa - Delta Banka	Italija	Finansije	508
Eurobank EFG	Grčka	Finansije	500
Raiffeisen banka	Austrija	Finansije	500
Salford Investment Fund	Engleska	Prehrambena industrija	500
StarBev – Apatinska pivara	Češka	Prehrambena industrija	487
CEE / BIG shopping centers	Izrael	Nekretnine	470
Agrokor	Hrvatska	Prehrambena industrija	450
National Bank of Greece - Vojvodanska Banka	Grčka	Finansije	425
Merkator	Slovenija	Trgovina	413
US Steel	SAD	Metalurgija i metalna ind.	280
Crédit Agricole Srbija	Francuska	Finansije	264
Fondiarria SAI	Italija	Osiguranje i penzioni fondovi	220
Lukoil - Beopetrol	Rusija	Nafta i gas	210

Извор: <http://www.pks.rs/SADRZAJ/Files/Brosura%20srpski.pdf>

¹²⁶ Козомара Ј., Стојадиновић Јовановић С. (2011) *Међународно пословно финансирање*, Економски факултет, Београд, страна 376

¹²⁷ Стакић Б. (2012) *Међународне финансијске институције*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 243

Агенција за страна улагања и промоцију извоза (СИЕПА) помаже предузећима при обављању пословних и инвестиционих активности у Србији. СИЕПА врши истраживања и обезбеђује ресурсе како би страни инвеститори могли да донесу праве одлуке и да успешно изврше улагања. У оквиру свог програма финансирања, СИЕПА пружа финансијску подршку за извознике и финансијску подршку за инвеститоре.

У 2009. години, СИЕПА је доделила бесповратна финансијска средства за следеће активности: дизајн новог производа, тестирање, сертификацију и ресертификацију производа, система управљања квалитетом, самостално учешће на међународним привредним сајмовима у иностранству, дизајн новог паковања производа, дизајн промотивних материјала, рекламирање у страним стручним часописима, организовани пословни сусрети у иностранству, као и организовање посете страним тржиштима.

СИЕПА обавља следеће активности:¹²⁸ (1) истражује и анализира пословно окружење у Србији, (2) израђује информативне публикације које би омогућиле страним предузећима да лакше послују у Србији, (3) спроводи анализу сектора, (4) пружа помоћ инвеститорима и предузећима око прибављања дозвола и лиценци, (5) пружа помоћ српским извозницима на међународном тржишту, (6) упознаје потенцијалне инвеститоре са могућностима инвестиција, (7) одржава базе података о извозу, (8) пружа помоћ српским предузећима да максимално искристе своје конкурентске предности, (9) пружа саветодавне услуге Влади у погледу могућих промена правног и законодавног оквира који се односи на инвестиције и извоз.

5. Тржиште капитала у Србији

Постојала су бројна оптимистична мишљења да ће криза заобићи нашу земљу због недовољне развијености домаћег тржишта капитала. Међутим, ослањање на приватизационе приходе и доток иностраних средстава у виду страних инвестиција оставио је своје последице, тако да српска привреда почиње да осећа последице смањеног дотока финансијских ресурса. Како берза представља огледало економије и најосетљивији део финансијског тржишта, први удари кризе у Србији су се могли осетити баш ту.

На Међународној конференцији Београдске берзе, одржаној у децембру 2012. године, потврђено је да на тржишту капитала влада велика криза и да се тржиште капитала у Србији можда налази у најтежој ситуацији у новијој историји услед пада активности и ентузијазма учесника на том тржишту. Иако је Београдска берза добила поверење учесника и константно ради на унапређењу транспарентности и креирању нових производа, подстицај за развој тржишта капитала је ипак недовољан.

¹²⁸ Ковачевић Р. (2008) *Економски односи Србије са иностранством*, Економски факултет, Београд, стране 430-431

Председник Комисије за хартије од вредности указује да је нови Закон о тржишту капитала модеран и квалитетан правни акт који доприноси бољој заштити инвеститора и обезбеђује ефикасно и транспарентно тржиште. Такође, он сматра да је тржиште капитала неразвијено с обзиром на мали број хартија од вредности и да корпоративне и муниципалне обвезнице са чијом су емисијом почели Нови Сад и Панчево представљају значајан помак у развоју тржишта капитала.¹²⁹

Емитовање муниципалних обвезница и дугорочних хартија од вредности представљају прве кораке ка озбиљнијем развоју тржишта капитала. Постоје три пожељна правца у развоју тржишта капитала – даљи развој примарног тржишта и унапређење секундарног тржишта капитала, затим проширење круга емитера и инвестиционе базе дужничких хартија од вредности и на крају развој динарских инструмената дуга како би се позитивно утицало на већу употребу динара и стабилност домаћег финансијског сектора.¹³⁰

Берзе су, по природи најрањивија тржишта, осетљива на гласине, а посебно у привредним кризама. Нетачна изјава једне новинарке да је америчка фирма „Јунајтед ервејз“ у губицима, срозала је њене акције за само 10 минута, пошто се ова информација појавила на Интернету, акције те компаније на Њујоршкој берзи опале су за милијарду долара, чиме је ова фирма доведена на ивицу ликвидације. Азијска криза 1997. и 1998. године почела је прецењеним курсом домаћих валута (по увођењу флексибилног девизног курса) и високом каматом да би се привукао страни капитал. Привредни субјекти, банке и грађани нису веровали да девизни курс има реално и стабилно кретање.

Прецењен, а флексибилни курс, исцрпео је брзо девизне резерве, капитал је побегао из земље, а платни биланс упао је у огромни дефицит. Пошто су банке и предузећа биле презадужене у иностранству, валутна криза брзо је претворена у дужничку кризу. Кореја, Тајван, Тајланд, Хонг Конг и Сингапур, нису били у стању да отплаћују стране дугове, па су се нашли у огромној кризи, која је преброђена високим кредитима ММФ-а. Банкарска, а затим финансијска и привредна криза уздрмала је САД 2007. године, а после се та криза проширила на цео свет и постала највећа светска економска криза после оне из 1929. – 1933 године. САД су дуго финансирале свој развој задуживањем у иностранству и штампањем долара као светске валуте, једина земља у свету која има привилегију да из емисије новца купује робе и технологије широм света. Један од механизма задуживања били су и хипотекарни кредити. Банке САД масовно су одобравале стамбене кредите грађанима, уз хипотеку на куће. Када су грађани постали неспособни да враћају кредите, пале су акције ових хипотекарних банака на занемарљиве вредности, па је ове банке морало, на одређено време, откупити америчко Министарство финансија да не би настао општи светски берзански, а тиме и привредни крах.¹³¹

¹²⁹ <http://www.pks.rs/Vesti.aspx?IDVestiDogadjaji=4847>, приступљено 02.01.2013.

¹³⁰ <http://www.pks.rs/Vesti.aspx?IDVestiDogadjaji=4847>, приступљено 02.01.2013.

¹³¹ Унковић М., Стакић Б. (2011) *Спољнотрговинско и девизно пословање*, Универзитет Сингидунум, Београд, страна 179

Ефекти последње светске економске кризе могу се разврстати по фазама. (Народна банка Србије, 2008, стр 13).

Прву фазу, која се односи на другу половину 2007. године, карактерише:

- а) оштар пад берзанских индекса у развијеним привредама;
- б) драстично смањење поверења међу финансијским институцијама и, као последица, нагли скок међубанкарских каматних стопа и
- в) убацивање ликвидних средстава, од стране централних банака, како би се ублажила неповољна клима на тржиштима краткорочног новца.

Друга фаза, обухвата прва два тромесечја 2008. године, и:

- а) наставак високе нестабилности на тржишту новца;
- б) незапамћена асистенција федералних резерви,
- в) преузимање кризом погођене *Bear Stearns* банке од стране *JP Morgan Chase* банке и
- г) неповољне корекције предвиђања у погледу привредног раста.

Трећа фаза, односи се на треће тромесечје 2008. године, са следећим последицама:

- а) евидентни ефекти кризе;
- б) колапс четврте по величини инвестиционе банке у Њујорку – *Lehman Brothers* и припајање једне од највећих компанија за пружање финансијских услуга на свету – *Merrill Lynch* пословној банци *Bank of America*,
- в) најаву рецесије у САД и почетак озбиљнијег испољавања кризе у Европи.

6. Утицај кризе на пословање Београдске берзе

За домаћу берзу, највећи удар представља повлачење страних инвеститора или њихово упадљиво пасивизирање. То се на недовољно развијеном тржишту одражава драматично на све берзанске показатеље – обим промета, број трансакција, индексе, тржишну капитализацију и очекивања.

Висока изложеност Берзе страним инвеститорима, колико год била пожељна, доприноси и већој рањивости локалног тржишта на глобална кретања, чак и када је тржиште мало и недовољно развијено, као што је домаће тржиште. Чињеница је да је за стране инвеститоре наше тржиште ризично, јер земља нема добар инвестициони рејтинг, понуда хартија и по количини и по асортиману је оскудна, а приноси су тренутно привлачнији на робном тржишту. У таквим условима, домаћи инвестициони потенцијал не може да одржи потребан ниво ликвидности тржишта, јер наши недовољно упућени и неискусни улагачи берзу још увек сматрају коцкарницом.

Криза која је смањила вредност Берзе, мерено тржишном капитализацијом, има чак три узрока – спољни утицај, унутрашње слабости тржишта капитала Србије (недовољна ликвидност, квалитет и асортиман понуде, низак ниво корпоративног управљања, незаинтересованост компанија за инвестициону јавност, нехармонизована законска

регулатива), као и честе политичке тензије које степен политичког ризика држе константно на високом нивоу.¹³²

Економија Србије има висок степен зависности од економија земаља Европске Уније, па је претходна година економију Србије учинила веома нестабилном. У негативним привредним и општим околностима, Београдска берза је 2011. године остварила укупан промет у износу нешто већем од 280 милиона евра. Оба индекса Београдске берзе, посматрајући почетак и крај године, изгубила су на вредности око 23%, док су током године бележила неравномерна кретања у распону од чак 40% што указује на приличну нервозу инвеститора. Пад инвестиционих активности, утицао је на даљи пад броја чланова Берзе.¹³³

Као и остале домаће компаније и Београдска берза је била суочена са таласом кризе, што је смањивало активности чланова берзе и њихово учешће у укупном промету што је последично резултирало смањењем финансијског пословања берзе. Са свог аспекта, Београдска берза је настојала да сагласно потребама и апсорбционој моћи тржишта побољша свој пословни углед. Основу пословно-технолошких и реализованих задатака Берзе чиниле су активности усмерене ка модернизацији, постављању савремених, стандардних и безбедних услова пословања који унапређују области заштите инвеститора, корпоративног управљања, транспарентности и откривања фер цене.

Берзански индекси акција представљају врло значајне индикаторе за дневно сагледавање агрегатног и пондерисаног кретања цена акција. Промене берзанских индекса се прате са великом пажњом и оне се објављују у дневној штампи, Интернету и на телевизији. Циљеви безранских индекса су: (1) Показују опште стање на тржишту капитала, (2) Користе се као репери да би се сагледало кретање неке конкретне акције или неког портфолија акција, (3) Помажу приликом проучавања тржишних циклуса, трендова и понашања у циљу прогнозе будућег понашања тржишта.¹³⁴

7. Индекси Београдске берзе и њихово кретање

Индекси Београдске берзе формирани су у циљу унапређења и процеса информисања инвестиционе јавности, као и из жеље да се побољша транспарентност и упоредивост података на тржишту. Београдска берза рачуна и објављује два индекса: **Belex 15** и **Belex line**.

Belex 15 представља узорак посебно одабране групе акција при чему је основни критеријум ликвидност, односно учесталост трговања и одржавање висине промета тим

¹³² <http://www.politika.rs/rubrike/Ekonomija/Kriza-uvukla-Beogradsku-berzu-u-svet.lt.html>, приступљено 02.01.2013.

¹³³ Извештај о пословању Београдске берзе за 2011. годину, доступно на http://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/gi_2011.pdf, приступљено 02.01.2013.

¹³⁴ Ћировић М. (2007) *Финансијска тржишта*, Научно друштво Србије, Београд, страна 129

хартијама. Индекс представља 15 најликвиднијих акција на Београдској берзи. Задатак индекса, као и његов циљ је да једнозначно понуди информацију инвеститорима какав је тренд тренутно на тржишту.

Belex line је индекс уведен почетком маја 2008. године са циљем праћења цена 100 компанија које су испуниле услове за улазак у индексну корпу. Овај индекс се израчунава на бази укупне тржишне капитализације. Тежина компонентни у индексу је ограничена на 10% у односу на укупну тржишну капитализацију индекса.

Графикон 3: Кретање индекса Belex 15 током 2011. године



Извор: http://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/gi_2011.pdf

Графикон 4: Кретање индекса Belex line током 2011. године



Извор: http://www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/gi_2011.pdf

У 2011. години, у периоду до 31. маја оба индекса су достигла своје максималне вредности и то Belex 15 на нивоу од 828,79 индексна поена, Belex line 1495,83 индексна поена, при чему су респективно приноси индекса износили 27,16% и 16,62%.

Након достизања максимума, уследио је константан пад вредности оба индекса који је потрајао до краја календарске године при чему су најниже вредности и забележене у децембру када се Belex 15 спустио на 484,03 поена, док је Belex line имао најнижу вредност од 963 поена.

Такође, у односу на 2010. годину када су забележене минималне осцилације индекса, током 2011. године распон цена је био изузетно висок – преко 40% за Belex 15, а 36% за Belex line. Посматрано по кварталима, први квартал је једини био са позитивним предзнаком и тада је забележен раст Belex 15 од 16,43%, а Belex line од 11,1%. Иако је током другог квартала забележен максимум оба индекса, други квартал је завршен у минусу и то Belex 15 -1,44%, а Belex line -2,63%. Током трећег квартала су забележене најлошије перформансе и овај квартал је један од, историјски посматрано, најснажнијих падова оба индекса, при чему је индекс најликвиднијих акција изгубио 26,11%, а општи индекс чак 22% своје вредности. Успоравање тржишних активности у последњем кварталу је довело и до успоравања пада оба индекса који су забележили идентичну негативну вредност од 9,71%.

Сума сумарум, Belex 15 је изгубио 23,43% своје вредности, док је Belex line изгубио 23,82% своје вредности.

Оба индекса су и даље покривала доминантан део трговања који се одвијао на Београдској берзи, при чему је важно узети у обзир да су Нафтна индустрија Србије и Аеродером Никола Тесла укључени у индексну корпу тен након истека првог квартала, када је и забележен највећи обим трговања на предметним хартијама.

8. Предуслови за ефикасно функционисање и развој тржишта капитала у Србији

Општи тренд негативних кретања на глобалном тржишту који је утицао на промену понашања великих институционалних инвеститора, у смислу повлачења средстава са мање развијених – ризичних тржишта и њихову појачану обазривост приликом инвестирања, осетио се и на далеко развијенијим тржиштима. Криза европских институција и недоумице око опстанка заједничке валуте и европске заједнице у садашњем облику, снажно су се прелиле на све аспекте пословања у Србији, укључујући и берзанско.

Поред тога, на домаћем тржишту већ дужи период присутна је скромна понуда тржишно атрактивних финансијских инструмената, а недовољан ниво квалитетног корпоративног управљања и контроле пословања акционарских друштава, системске заштите акционара и отворености у извештавању, додатно отежавају развој тржишта капитала.

Као што је добро познато, развој тржишта капитала условљен је стабилношћу економских, привредних и политичких кретања у свакој земљи. Развијена привреда води ка развијеном тржишту и обрнуто. Такав вид стабилности нажалост не постоји у Србији, у којој је додатно присутан и висок степен зависности од кретања економских параметара земаља ЕУ, што директно, или преко економија земаља региона, доприноси повећаној нестабилности целокупног тржишта.

Поред успостављања стабилнијих кретања у привреди и друштву, неопходни су и одређени предуслови који се односе на само функционисање тржишта капитала. У битне предуслове спадају: препознавање интереса од стране компанија за излазак и “отварање” на тржишту, спремност за прикупљање додатног капитала за сопствени раст и развој путем иницијалних јавних понуда, додатна едукација инвеститора и потенцијалних инвеститора о могућностима остваривања зараде путем трговања на берзи, али и постојање снажних финансијских институција које имају и могућност и интерес да део активе уложе у финансијске инструменте који се нуде на берзи. Без појаве нових тржишних инструмената, инвестиционо атрактивних, са којима би се могла повећати заинтересованост постојећих и долазак нових инвеститора не може се очекивати дугорочна ликвидност тржишта и стварање нових инвестиционих алтернатива. Другим речима, развој домаћег тржишта капитала је комплексан посао, који захтева синхронизоване и комплементарне захвате на више сегмената, дефинисане јасном стратегијом.¹³⁵

У домену пословања Београдске берзе највеће промене према новом Закону о тржишту капитала условиле су поделу тржишта на регулисано тржиште (листинг и опен маркет) и мултилатералну трговачку платформу (МТП), у оквиру које је могуће либералније укључење финансијских инструмената у трговање, а који не испуњавају услове за укључење на регулисано тржиште. Истовремено, компанијама чијим акцијама се не тргује или које не испуњавају услове за котирање на берзи олакшано је искључење из трговања, чиме се додатно стварају услови да на тржишту остану квалитетнији тржишни материјали, атрактивни домаћим и страним инвеститорима. Истовремено, новим законом већа пажња дата је заштити инвеститора, транспарентности, извештавању од стране издавалаца, смањењу ризика, што потенцијално омогућава корак у добром правцу за домаће тржиште капитала, уз стриктно поштовање тих системских решења.

Берза је по природи своје делатности организатор тржишта, а са том функцијом је неспојиво креирање нових финансијских инструмената. Оно што може, у том смислу, бити активност берзе, своди се на образовни терен. У том смислу, посебан акценат се ставља на начин спровођења иницијалне јавне понуде, предности листирања на берзи, начин креирања финансијских деривата и слично.¹³⁶

¹³⁵ Достанић Г. (2012) Стабилна привреда, па развијена берза, *Банке и осигурања у Србији 2001-2011.*, Business Info Group, Београд, стране 26-27

¹³⁶ Исто

ЗАКЉУЧАК

Процес глобализације који је захватио светску економију доноси значајне промене на финансијским тржиштима која одражавају амбијент и стање тржишне привреде. Како берзе имају кључну улогу на финансијским тржиштима и како су потпуно интегрисане у дневне токове живота оне представљају барометар дешавања у друштву. Познато је да сваки значајан догађај у свету оставља траг на кретањима на берзи.

Тржиште капитала у Србији осећа велике последице финансијске кризе која се одражава пре свега на значајан пад привредних активности, смањење обима трговања на берзи, пад вредности акција којима се тргује, пад вредности инвестиционих јединица код инвестиционих фондова. Тржиште је још увек недовољно развијено и може се описати као релативно младо. У Србији јесу спроведена значајна институционална и структурна прилагођавања, донет је и велики број закона којима се уређује тржишни систем, а који су у значајној мери хармонизовани са прописима Европске уније. Међутим, постоји неразвијеност појединих институција које учествују на тржишту а чији је развој неопходан. Потреба за иновацијама у погледу инструмената којима се тргује је такође огромна.

У извештају УН је јасно назначено да криза није удес који се јавља једном у сто година као нешто што се десило економији а да представља нешто што није било могуће предвидети и самим тим избегнути. Кризу је створио човек – она је резултат грешака како приватног сектора тако и погрешних али и неуспелих политика јавног сектора. Да би се уопште спречило понављање неке кризе и допринело опоравку од кризе неопходно је да постоји тачна дијагноза кризе и онога што је проузроковало кризу. У основи многих грешака биле су економске филозофије које су познате под називима неолиберализам или тржишни фундаментализам које су пореметиле одлуке у приватном и јавном сектору водећи до политика које су допринеле кризи. Допринос кризи дале су и неуспешне институције и институционални аранжмани. Са друге стране, бројни недостаци међународних институција, њихово управљање и филозофије су довеле до неуспеха у спречавању криза као и у самом детектовању проблема који су произвели кризу.

Може се установити да је светска економска криза резултирала разарањем надгледања кретања капитала у свету које су вршиле националне државе, као што је предвиђено у споразуму из Бретон Вудса. Финансијски сектор је био пун ризичних пласмана, па се са страхом чека са ког ће дела тржишта стићи нови шок.

Криза је такође указала на чињеницу да економска теорија, ни на почетку 21. века, не располаже знањем неопходним да се настанак кризе предвиди. Узроци јављања економских криза уопште представљају предмет бројних теоријских контроверзи. Нереално је очекивати да један теоријски правац може да објасни све врсте економских криза. Већина школа економске мисли придају кључни значај само једној групи

варијабли као узрочницима кризе тако да је њихова употребна вредност смањена ако имамо у виду бројност и сложеност фактора који могу довести до кризе.

Криза са којом смо суочени је комплексна, као и питања које она поставља а која треба решити. Треба искористити ову кризу за многа побољшања која су неопходна. Пре свега акценат треба ставити на унапређење ефикасности и стабилности светске економије, нарочито на начине који ће унапредити добробит свих а нарочито мање развијених земаља.

ЛИТЕРАТУРА

1. Аврамовић Н. (2009) *Право Европске уније*, Правни факултет за привреду и правосуђе, Нови Сад
2. Базел II: *Међународна сагласност о мерењу капитала и стандардима капитала – ревидирани оквир, свеобухватна верзија*, Базелски комитет за супервизију банака, (2007), превод Борковић М., Вуковић Д., Југословенски преглед, Београд, страна 11
3. BIS (2009a) International Banking and Financial Market Developments, *BIS Quarterly Review* (mart), Bank for International and Settlements, Basle
4. Blankart C.B., Fasten E.R. (2009) Financial Crisis Resolution – The State As A Lender Or Last Resort?, *Economic Affairs*, Vol. 29, Issue 3
5. Brigham E., Houston J. (2004) *Fundamentals of Financial Management*, Thomson, Mason, Ohio
6. Бунчић С. (2008) *Берзанско право*, Пословни биро, Нови Сад
7. Вуковић Д. (2012) Базел 3 – Ненамеравање последице, оригинални научни рад, *Банкарство*, Београд, број 2, стране 24-33
8. Гасми Г. (2010) *Право и основи права Европске Уније*, Универзитет Сингидунум, Београд
9. Gerber J. (2005) *International Economics*, III Edition, Pearson Education, Inc. New York
10. Достанић Г. (2012) Стабилна привреда, па развијена берза, *Банке и осигурања у Србији 2001-2011.*, Business Info Group, Београд
11. Ерић Д. (2003) *Финансијска тржишта и инструменти*, Чигоја штампа, Београд
12. Eicher T., Mutti H., Turnovsky H. (2009) *International Economics*, seventh edition, Routledge, London
13. Јовић З. (2008) *Менаџмент финансијских институција*, Универзитет Сингидунум, Београд
14. Јеремић З. (2012) *Финансијска тржишта и финансијски посредници*, Универзитет Сингидунум, Београд
15. Јотић Ј., Тегелтија М., Ловре И. (2011) *Савремене тенденције и криза финансијског сектора у Србији*, школа бизниса, број 2/2011
16. Каличанин С., Кулић О. (2012) Европске берзанске директиве, *Правно-Економски Погледи*, Број 2, стране 1-23

17. Капор П. (2010) *Међународне пословне финансије*, Универзитет Мегатренд, Београд
18. Krugman P., Obstfeld M. (2003) *International Economics: Theory and Policy*, Sixsth edition, Addison Wesley, New York
19. Козомара Ј. (2005) *Спољнотрговинско пословање*, Институт за економску дипломатију, Београд
20. Козомара Ј., Стојадиновић Јовановић С. (2011) *Међународно пословно финансирање*, Економски факултет, Београд
21. Козомара Ј. (2003) Слободне зоне – оазе извозних подстицаја, *Економски Анали*, Економски факултет, Београд, Број 157, април-јун, стране 167-178
22. Ковачевић М. (2010) *Узроци дубоке економске кризе у Србији*, оригинални научни рад, Школа бизниса, број 3/2010
23. Ковачевић Р. (2008) *Економски односи Србије са иностранством*, Економски факултет, Београд
24. Ковачевић Р. (2010) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд
25. Ковач О. (2004) *Међународне финансије*, Економски факултет, Београд
26. Кнежевић Г. (2009) *Анализа финансијских извештаја*, Универзитет Сингидунум, Београд
27. Masson R., Pattison J. (2009) *International Financial Policy Reform and Options for Canada: Think Globally, Act Locally*, Conference Board of Canada, Ottawa
28. Miller R. (2009) The Austrians and the Crisis, *Economic Affair*, Vol. 29, Issue 3
29. Mishkin F. (2006) *Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта*, Дата статус, Београд
30. Moosa A. (2010) *International Finance: An Analitical Approach*, Third Edition, McGraw-Hill, Boston
31. Obstfeld M., Taylor A., (2002) Globalization and Capital Markets, *NBER Working paper* No. 8846, NBER, Massachusetts
32. Перкинс Ц. (2004) *Исповести убице економија*, Плато, Београд
33. Пешаљ Б. (2006) *Мерење перформанси предузећа*, Економски факултет, Београд
34. Радосављевић Д., Матијевић Н. (2007) *Еу, развој-институције, проширење*, Факултет за правне и политичке студије, Нови Сад

35. Roncaglia, A., (2011), Macroeconomics in crisis and macroeconomics in recovery, *PSL Quarterly Review*, Vol. 64, No. 257
36. Rodrik D., Subramanian A. (2009) Why did financial globalisation disappoint?, *IMF Staff papers*, Vol. 56, No. 1
37. Salvatore D. (2009) *Међународна економија*, девето издање, Економски факултет, Београд
38. Стакић Б. (2012) *Међународне финансијске институције*, Универзитет Сингидунум, Београд
39. Стакић Б. (2009) Светска финансијска криза, *Сингидунум ревија*, Вол. 5, Но 2, Универзитет Сингидунум, Београд
40. Стевановић Н., Малинић Д., Милићевић В., (2010) *Управљачко рачуноводство*, Економски факултет, Београд
41. Stiglic J. (2002) *Противречности глобализације*, GMB-х, Београд
42. Fabozzi F., Modigliani F., Ferri M. (1994) *Foundations of Financial Markets and Institutions*, Prentice-Hall, International, USA
43. Ћировић М. (2007) *Финансијска тржишта – Инструменти, институције, технологије*, Научно друштво Србије, Београд
44. Унковић М. (2010) *Међународна економија*, Универзитет Сингидунум, Београд
45. Унковић М., Стакић Б. (2011) *Спољнотрговинско и девизно пословање*, Универзитет Сингидунум, Београд
46. Унковић М., Кордић Н. (2011) *Регулаторни оквири за страна директна улагања*, Сингидунум ревија, Вол. 8, Но. 2, стране 119-130
47. UNCTAD (2009a) Trade and Development Report, UNCTAD, New York,
48. UNCTAD (2008) Trade and Development Report, UNCTAD, New York
49. Hanih G. (2011) *Евро катастрофа на видику*, Албатрос плус, Београд
50. Hetzel R. (2009) World Recession: What Went Wrong? , *Economic Affairs*, Vol. 29, Issue 3
51. Cahill M. (2003) *Analyzing Companies & Valuing Shares*, Prentice Hall, London
52. Cull P., Soledad M. (2007) *Foreign Bank Participation and Crises in Developing Countries*, Policy Research Working Paper Series 4128, The World Bank, Washington, DC

53. Cetorelli N., Goldberg L. (2009) *Globalized Banks: Lending to Emerging Markets in the Crisis*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports no. 377
54. Cooper G. (2009) *Узроци финансијских криза*, МАСМЕДИА, Загреб
55. Цветиновић М. (2008) *Управљање ризицима у финансијском пословању*, Универзитет Сингидунум, Београд
56. World Bank (2009) *Global Development Finance: Charting a Global Recovery*, The World Bank, Washington, D.C
57. World Bank (2009) *Global Development Finance 2009*, World Bank, Washington, DC

Internet domeni

www.ubs-asb.com

www.nbs.rs

www.belex.rs

www.ekapija.com

www.deloitte.com

www.pks.rs

ПРИЛОГ

Списак табела:

Табела 1: Преглед берзанских показатеља у региону у 2008. години

Табела 2: Двадесет највећих инвеститора у Србији у периоду 2001. – 2010. године

Списак графикана:

Графикон 1: Ниво инвестиција у Србији у периоду 2003. до 2011. године

Графикон 2: Стране директне инвестиције по гранама делатности 2011. године

Графикон 4: Кретање индекса Belex line током 2011. године

Графикон 3: Кретање индекса Belex 15 током 2011. године