

ACTA ECONOMICA

УДК 33, e-ISSN 2232-738X

АСТА ECONOMICA

Часопис за економију
Издаје двапут годишње

ИЗДАВАЧ:

Економски факултет Универзитета у Бањој Луци
БиХ, РС, 78000 Бања Лука
Мајке Југовића 4
E-mail: kontakt@efbl.org

ЗА ИЗДАВАЧА:

Проф. др Новак Кондић, декан Економског факултета
Универзитета у Бањој Луци

РЕДАКЦИОНИ ОДБОР:

Проф. др Драган Микеревић, Економски факултет, Бања Лука
Проф. др Јасмин Комић, Економски факултет, Бања Лука
Проф. др Ката Шкарић Јовановић, Економски факултет, Београд
Проф. др сц. Љубо Јурчић, Економски факултет, Загреб
Проф. др Мирко Пуљић, Економски факултет, Сарајево
Проф. др Анђелко Лојпур, Економски факултет, Подгорица
Проф. др Франц Колетник, Економски факултет Марибор
Проф. др Брано Маркић, Економски факултет, Мостар
George W. Kester, „Lee University”, Martel Professor of Finance

ГЛАВНИ И ОДГОВОРНИ УРЕДНИК:

Проф. др Драган Микеревић

СЕКРЕТАР РЕДАКЦИОНОГ ОДБОРА:

Синиша Ракита

ЛЕКТОР:

Мр Татјана Марић

ПРЕЛОМ ТЕКСТА:

Милан Дамјановић

ШТАМПА:

Атлантик ББ, Бања Лука

ТИРАЖ: 400

ACTA ECONOMICA

Година IX, број 14

Бања Лука, 2011.

Рецензенти

Др Здравко Тодоровић, редовни професор, Економски факултет, Бања Лука;
Др Станко Станић, редовни професор, Економски факултет, Бања Лука;
Др Никола Шпирић, редовни професор, Економски факултет, Бања Лука;
Др Никола Вукмировић, редовни професор, Економски факултет, Бања Лука;
Др Драгутин Шипка, редовни професор, Економски факултет, Бања Лука;
Др Рајко Томаш, редовни професор, Економски факултет, Бања Лука;
Др Перица Мацура, редовни професор, Економски факултет, Бања Лука;
Др Новак Кондић, ванредни професор, Економски факултет, Бања Лука;
Др Снежана Раковачки-Тубић, ванредни професор, Економски факултет, Бања Лука;
Др Горан Радивојац, доцент, Економски факултет, Бања Лука;
Др Милорад Иванишевић, редовни професор, Економски факултет, Београд;
Др Благоје Пауновић, редовни професор, Економски факултет, Београд;
Др Бошко Живковић, редовни професор, Економски факултет, Београд;
Др Бранко Ракита, редовни професор, Економски факултет, Београд;
Др Оскар Ковач, професор емеритус, Универзитет Мегатренд, Београд;
Др Милан Лакићевић, ванредни професор, Економски факултет, Подгорица;
Др Радомир Божић, редовни професор, Економски факултет, Источно Сарајево;
Др Бранко Крсмановић, редовни професор, Факултет пословне економије, Бијељина;
Др Благоје Новићевић, редовни професор, Економски факултет, Ниш;
Др Слободан Малинић, редовни професор, Економски факултет, Крагујевац;
Др Јанез Прашникар, редовни професор, Економски факултет, Љубљана;
Др Силвије Орсаг, редовни професор, Економски факултет, Загреб;
Др Јован Родић, редовни професор у пензији, Београд.

С А Д Р Ж А Ј

С О Н Т Е Н Т С

Претходна саопштења

ФИНАНСИЈСКО ИЗВЕШТАВАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА У БАНКРОТСТВУ FINANCIAL REPORTS FROM THE BANKRUPT COMPANY Ката Шкарић Јовановић.....	9
БУДУЋНОСТ МАЛИХ ТРАНЗИЦИЈСКИХ ЕМЕРЗИВНИХ ТРЖИШТА SMALL TRANSITION EMERGING MARKET FUTURE Силвије Орсаг	37
ОЦЕНА РЕНТАБИЛНОСТИ ИНВЕСТИЦИОНИХ ПРОЈЕКТА НЕЈЕДНАКОГ ЕКОНОМСКОГ ВЕКА ТРАЈАЊА PROFITABILITY ASSESSMENT OF INVESTMENT PROJECTS OF DIFFERENT ECONOMIC DURATION Милорад Иванишевић.....	69
ВЕЛИКА ТРАНСФОРМАЦИЈА ЗА ИЗЛАЗ ИЗ КРИЗЕ CRISIS SOLUTIONS – GREAT TRANSFORMATION Љубо Јурчић	79

Прегледни чланци

ЈАВНО-ПРИВАТНО ПАРТНЕРСТВО У ФУНКЦИЈИ ПРЕВАЗИЛАЖЕЊА АКТУЕЛНЕ ФИНАНСИЈСКО-ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ PUBLIC-PRIVATE PARTNERSHIPS AS FUNCTION TO OVERCOME CURRENT FINANCIAL-ECONOMIC CRISIS Ђоко Слијепчевић, Миломир Амовић, Младен Иванић.....	99
ИЗАЗОВИ БЕРЗАНСКОГ ТРГОВАЊА У КРИЗНИМ УСЛОВИМА CHALLENGES OF STOCK MARKET TRADING UNDER CRISIS CONDITIONS Горан Радивојац.....	123
КОНТРОВЕРЗЕ ОКО РЕВИЗОРА У СПРЕЧАВАЊУ И ОТКРИВАЊУ ПРЕВАРЕ CONTROVERSIONS ON THE ROLE OF AUDITORS IN PREVENTING AND DISCOVERING FRAUDS Драган Кулина	147
УТВРЂИВАЊЕ И ОДРЖАВАЊЕ ПРОФИТАБИЛНОГ НИВОА НЕТО ОБРТНИХ СРЕДСТАВА DETERMINING AND MAINTAINING THE AMOUNT OF PROFITABILITY OF NET WORKING ASSETS Јелена Пољашевић.....	169
ПОСТКРИЗНА ПОРЕСКА СТРАТЕГИЈА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ И ПОУКЕ ЗА БОСНУ И ХЕРЦЕГОВИНУ POST-CRISIS TAX STRATEGY OF THE EUROPEAN UNION AND LESSONS FOR BOSNIA AND HERZEGOVINA Динка Антић.....	201

ПОЈАВНИ ОБЛИЦИ И ЕФЕКТИ КОНКУРЕНТСКИХ ДЕВАЛВАЦИЈА У УСЛОВИМА КРИЗЕ MANIFESTATIONS AND EFFECTS OF COMPETITIVE DEVALUATION IN CONDITIONS OF CRISIS Драган Глигорић, Јелена Тешић	233
ЕФЕКТИ ГЛОБАЛНЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ НА РАЗВИЈЕНИМ И НОВИМ ФИНАНСИЈСКИМ ТРЖИШТИМА EFFECTS OF GLOBAL FINANCIAL CRISIS IN DEVELOPED AND EMERGING FINANCIAL MARKETS Нермина Побрић	263
ФИСКАЛНА ПОЛИТИКА У УСЛОВИМА ГЛОБАЛНЕ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ И ЊЕН УТИЦАЈ НА МАКРОЕКОНОМСКЕ АГРЕГАТЕ У БОСНИ И ХЕРЦЕГОВИНИ FISCAL POLICY IN TERMS OF GLOBAL ECONOMIC CRISIS AND ITS IMPACT ON MACROECONOMIC AGGREGATES IN BOSNIA AND HERZEGOVINA Бојана Васиљевић.....	289
ИНТЕГРАЦИОНИ ПРОЦЕСИ ТРЖИШТА РАДА КАО ОДГОВОР НА КРИЗУ У ТРАНЗИЦИОНИМ ПРИВРЕДАМА INTEGRATION PROCESSES ON THE LABOR MARKET AS A RESPONSE TO CRISIS IN TRANSITIONAL ECONOMIES Синиша Куртеш, Срђан Амићић.....	313

Стручни чланци

ОДГОВОРИ ФИНАНСИЈСКОГ СЕКТОРА БОСНЕ И ХЕРЦЕГОВИНЕ НА ФИНАНСИЈСКУ КРИЗУ И РЕЦЕСИЈУ RESPONSES OF BOSNIA AND HERZEGOVINA FINANCIAL SECTOR TO FINANCIAL CRISIS AND RECESION Ново Плакаловић.....	341
КВАНТИФИКАЦИЈА БАНКАРСКИХ РИЗИКА –КОНЦЕПТ CREDITMETRICS QUANTIFYING THE BANK RISKS – CREDITMETRICS CONCEPT Радмила Чичковић.....	371

ПРЕТХОДНА САОПШТЕЊА

*Ката Шкарић Јовановић**

ФИНАНСИЈСКО ИЗВЕШТАВАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА У БАНКРОТСТВУ

FINANCIAL REPORTS FROM THE BANKRUPT COMPANY

Резиме

У раду се третира проблематика стечаја. Из тог поступка могућа су два исхода: реорганизација и банкротство.

Како је реч о принудном, а не добровољном поступку указује се на могућности примене и једне и друге опције, с тим да се истичу и услови и ограничења примене поступка реорганизације. При томе се разматрају законодавна решења у неким упоредним јурисдикцијама. На бази релевантне литературе и искристалисане праксе, односно досадашњих искустава, на бази критичких промишљања, дају се и предлози одговарајућих решења.

Кључне речи: стечај, банкротство, реорганизација, финансијско извештавање, стечајни дужник, ликвидациона вредност, преваре.

Summary

The paper deals with the problem of insolvency. There are two possible solutions to this problem: restructuring and bankruptcy.

Since it is involuntary procedure, not voluntary, the application of both options is possible; other conditions and limitations of the application of restructuring procedure are also highlighted. At the same

* Економски факултет, Универзитет у Београду, kata_skaric@yahoo.com

time legal solutions in some comparative jurisdictions are analyzed. Based on relevant literature and practice, that is, past experiences, and critical analyses, adequate solutions are offered.

Key words: insolvency, bankruptcy, restructuring, financial reports, bankrupt debtor, value of liquidity, frauds

Увод

Дугорочно пословање предузећа, уз сталан раст његове тржишне вредности, врло често се означава као примарни циљ њихових власника, поверилаца али и менаџмента. У остварењу овог примарног циља, многа предузећа повремено наилазе на тешкоће. Суочавање са кризом у пословању различите тежине имала су, могло би рећи, готово сва предузећа. Менаџмент и власници предузећа која се налазе у кризи настоје препознати њене узроке и одабрати праве мере за њено превладавање. Врста кризе, њена дубина и спремност власника и поверилаца да одрже предузеће се сматрају факторима који пресудно утичу на исход, који може бити или одржање предузећа путем реорганизације, или његов стечај. Иако је, нема сумње, први исход пожељнији, он није није увек могућ. У значајном броју предузећа криза, наиме, има за последицу његово гашење путем банкротства. Економски посматрано, кризу предузећа код којих је изгубљен цео сопствени капитал, што значи да је њихова имовина нижа од висине обавеза које имају, оправдано је окончати проглашењем банкротства. Ово, наравно, не значи да ће банкротство бити проглашено само у овим предузећима, већ да код оваквих предузећа скоро да нема могућности за опоравак. Банкротство предузећа се јавља у свим економијама, независно од привредног система и степена развијености. На банкротство треба гледати као на поступак којим се из привреде отклањају предузећа која из различитих разлога изгубе способност наставка пословања. Глобална економска криза је само допринела да се број инсолвентних предузећа, а тиме и банкротстава, повећа.

Иако се не може порећи да су у предузећима која банкротирају озбиљно угрожени интереси власника, ипак се банкротство сматра преваходно инструментом заштите интереса поверилаца. Разлоге за овакав приступ треба тражити у чињеници да предузећима која се воде било у форми друштава са ограниченом одговорношћу, било акционарских друштава, управљају власници, односно од њихове

стране одабрани менаџмент, који неограничено учествују у расподели добити, али ограничено сnose настале губитке. Ако се овом дода постојање и значајне информационе асиметрије између власника и поверилаца, онда је јасно да постављање у макар приближно једнак положај власника и поверилаца захтева потребу додатне заштите интереса поверилаца. Заштита интереса поверилаца сматра се важном претпоставком нормалног функционисања не само појединачних предузећа, већ и националних економија, а могло би се рећи и глобалне економије. Од степена заштите поверилаца, наиме, зависи не само њихова спремност да своја средства улажу у предузећа, већ и услови позајмљивања као што су захтеви за обезбеђењем потраживања, на пример, и висина камате која ће бити захтевана као надокнада за позајмљена средства.

Заштити интереса поверилаца посвећене су у корпоративном законодавству свих европских земаља бројне одредбе, којима се прописује минимална висина и сталност основног капитала, као и ограничења у расподели капитала власницима. Овим одредбама се штите интереси поверилаца предузећа која настављају са пословањем, солвентних предузећа, или, могло би се рећи, предузећа чији егзистенцијални циљеви нису угрожени. Потреба за заштитом интереса поверилаца постаје снажнија у предузећима чије је наставак пословања доведен у питање услед високих губитака и неспособности плаћања. Задатак стечајних закона¹ је, независно од тога да ли ће се криза предузећа завршити реорганизацијом или банкротством, да интереси поверилаца буду заштићени. Заштиту интереса поверилаца није могуће постићи без адекватног финансијског извештавања које ће целокупан поступак стечаја учинити транспарентним. У овом напису предмет разматрања ће бити финансијско извештавање предузећа која су у поступку банкротства.

Да би се могли дефинисати циљеви, претпоставке и правила финансијског извештавања у предузећа у банкротству, одредити врсте, садржина и форма њихових финансијских извештаја, неопходно је претходно размотрити суштину банкротства. Први део рада ће отуда бити посвећен разматрању суштине банкротства и разликама које постоје између банкротства и реорганизације као другог облика стечаја. У другом делу биће разматрани они елементи нормативне осно-

¹ Insolvency Law, Bankruptcy Law, Droit da la faillite

ве банкротства који непосредно опредељују финансијско извештавање ових предузећа и специфичности финансијског извештавања предузећа које је у банкротству, док ће трећи део рада ће бити посвећен могућим злоупотребама стечаја.

1. Банкротство против реорганизације предузећа

Банкротство и реорганизација предузећа представљају два начина на која може бити окончан стечај једног несолвентног предузећа. Ова два поступка за окончање стечаја имају низ заједничких особина. За банкротство и за реорганизацију је заједничко да представљају принудне а не добровољне поступке, да су нормативно уређени, да су економски а не кривични поступци и да треба да обезбеде правичан третман поверилаца. Осим тога, оба поступка имају за циљ постизање најповољнијег колективног намирења свих стечајних поверилаца.

Разлика која постоји потиче од начина на који се штите интереси поверилаца несолвентног предузећа. Банкротством² се штите интереси поверилаца, тако што се прода целокупна имовина коју предузеће поседује у тренутку отварања банкротства, као и имовине коју стекне током поступка банкротства, или се прода предузеће као целина у циљу најповољнијег намирења његових, пре свега неосигураних поверилаца. Исход банкротства је гашење предузећа, односно његово брисање из регистра привредних субјеката

Насупрот банкротству, реорганизација има за циљ да се предузеће које јесте инсолвентно уз предузимање одређених мера, предузетих од стране власника и поверилаца, одржи. Интереси поверилаца у поступку реорганизације се, дакле, штите избегавањем банкротства, односно одржањем предузећа. Да би несолвентно предузеће могло бити спасено од банкротства путем реорганизације, оно мора бити подобно за реорганизацију и мора постојати интерес поверилаца и власника да се реорганизација спроведе.

² У стручној литератури се може срести више појмова који се користе за означавање окончања пословног живота једног предузећа, као што су банкротство, стечај, принудна ликвидација, ликвидација. Који од ових термина је адекватан за означавање гашења једног предузећа зависи од тога да ли је предузеће које престаје са радом солвентно или не. Када се одлуком власника гаси предузеће које је солвентно, основано је користити термин ликвидација. Гашење несолвентног предузећа је принудно и њему одговара термин банкрот, мада се може користити термин принудна ликвидација.

Предузећа која су несолвентна и чије су обавезе више од вредности њихове имовине, која не послују дужи временски период и имају опрему која је застарела, оцењују се као неподобна за реорганизацију. Несолвентна предузећа која још послују, или послују макар неки од њихових делова, која имају приносну снагу која може бити ојачана предузимањем одређених мера од стране власника и поверилаца и чији губици нису значајно већи од нерасподељене добити предузећа и резерви, сматрају се подобним за реорганизацију.

Подобност за реорганизацију је потребан, али не и довољан услов да се реорганизација спроведе. Повериоци морају бити заинтересовани за учешће у реорганизацији. Да би се осигурало њихова сагласност за прихватање реорганизације, нужно је да буду уверени да ће реорганизација обезбедити потпунију наплату њихових потраживања но што би то било ако би предузеће банкротирало.

2. Специфичности финансијског извештавања предузећа у банкротству

Финансијско извештавање за опште намене, сагласно измењеном Оквиру МСФИ, има за примарни циљ да пружи финансијске информације о извештајном ентитету које су корисне постојећим и потенцијалним инвеститорима, повериоцима и зајмодавцима у доношењу одлука о давању средстава ентитету. Из овога је јасно да су Оквир и Међународни стандарди финансијског извештавања намењени предузећима која континуирано послују. Томе у прилог говори и чињеница да је једна од две претпоставке финансијског извештавања управо наставак пословања. Из ове претпоставке се изводи периодичност и привременост финансијског извештавања.

Банкротство означава прекид пословне активности предузећа, што значи да поменута претпоставка финансијског извештавања није испуњена. У вези са ови могу се поставити два важна питања. Прво: Који услови морају бити испуњени да би се могло са сигурношћу тврдити да не постоје услови за наставак пословања и друго: Које су импликације прекида континуитета пословања по финансијско извештавање?

Како је једна од важних карактеристика банкротства његова нормативна уређеност, услове који морају бити испуњени да би се могла донети одлука о гашењу предузећа путем банкротства прописује стечајно законодавство. При томе, у стечајном законодавству се најпре прописују услови за покретање стечајног поступка независно од тога да

ли ће он бити завршен банкротством или реорганизацијом предузећа. Иако не постоји јединствена листа услова, већ се у различитим земљама они могу разликовати,³ ипак се у најчешће услови за покретање стечајног поступка наводе: неспособност плаћања и/или презадуженост предузећа, и у новије време све чешће и претећа неликвидност.

Под неспособношћу плаћања не подразумевају се тешкоће у плаћању обавеза, нити повремени прекиди у измирењу обавеза. Она означава потпуну обуставу плаћања у одређеном периоду, чије трајање утврђује стечајни закон.

Други услов за покретање стечајног поступка – презадуженост је испуњен код оних предузећа која су изгубила цео сопствени капитал и почела да губе капитал поверилаца. Код таквих предузећа су обавезе веће од њихове имовине.

Увођење претеће неликвидности као услова за покретање стечајног поступка, има за циљ омогућавање стечајног поступка пре но што буду изубљене све могућности за његово одржање путем реорганизацијом. Претећа неликвидност постоји када је очигледно да предузеће неће моћи да испуни постојеће новчане обавезе о року доспећа.

Закон о стечајном поступку Републике Српске⁴ у члану 6. као стечајне услове наводи само постојећу и претећу платежну неспособност.

Према поменутом Закону, трајно платежно неспособним предузећима се означавају она предузећа која непрекидно бо дана не измирују доспеле новчане обавезе.

Који год да је од наведених услова основ за покретање стечајног поступка, његова испуњеност мора бити непобитно доказана. У том циљу, у стечајном законодавству се предвиђа спровођење претходног стечајног поступка, а од привременог стечајног управника се захтева да утврди испуњеност стечајних услова.

У великом броју случајева у тренутку отварања стечајног поступка се не може са сигурношћу одредити како ће он бити окончан. Кад

³ У Републици Немачкој се као услови за покретање стечајног поступка наводе неспособност плаћања предузећа и/или његова презадуженост, слично у Републици Словенији разлог за покретање поступак стечаја је неспособност плаћања у дужем року (два месеца), а у Републици Хрватској се стечајни поступак покреће због неспособности плаћања (30 дана), али и због презадужености и претеће неспособности плаћања, у Републици Србији разлози за покретање стечајног поступка су: трајнија неспособност плаћања (годину дана), претећа неспособност плаћања и презадуженост.

⁴ Закон о стечајном поступку Службени гласник Републике Српске, број: 67/02; 77/02; 38/03; 96/03; 68/07; 12/10 и 16/10.

год је то могуће, интереси поверилаца ће битиштићени спровођењем реорганизације, док се банкрутству приступа само онда када реорганизација не нуди повољније намирење повериоцима, услед чега они нису спремни да је прихвате. Из ових разлога у стечајном законодавству се могу, поред стечајних услова, срести додатно прописани услови под којима се може прогласити банкрутство предузећа. За поступак банкрутства повериоци се могу одлучити одмах по отварању стечајног поступка, али и након што су иницијално прихватили да поступак стечаја буде окончан реорганизацијом.

Тако, на пример, према Закону о стечају Републике Србије⁵, решење о спровођењу стечаја у облику банкрутства може бити донето ако: стечајни дужник у року предвиђеном за подношење плана реорганизације очигледно не показује интерес за реорганизацију, ако на првом рочишту повериоци за чија са потраживања верује да изнесе више од 70% укупних потраживања стечајних поверилаца, одлуче да се поступак настави спровођењем банкрутства.

Стечај ће бити окончан банкрутством и у случајевима у којима стечајни дужник не поступа по усвојеном плану реорганизације, или је тај план издејствован на превару и незаконит начин.

Одлука поверилаца о томе да ли ће исход стечаја бити банкрутство или реорганизација зависи, како је већ истакнуто, пре свега, од финансијског положаја предузећа и оцене степена очуваности његове приносне снаге. У Републици Српској, као и у Републици Србији, због дуготрајне привредне кризе, додатно појачане насталом глобалном економском кризом, стечајне услове испуњава велики број предузећа. Број покренутих стечајних поступака, је, међутим, знатно нижи. Према расположивим подацима у Републици Српској се тренутно води око 285 стечајних поступака.⁶ Томе доприноси и чињеница да се у великом броју случајева стечај отвара после више година обуставе рада предузећа и када су нагомилани губици виши од вредности њихове имовине. Подаци Привредне коморе Републике Српске⁷ потврђују претходну констатацију. Наиме, од 274 предузећа над који-

⁵ Члан 131. Закона о стечају Републике Србије, Службени гласник РС бр. 104/2009.

⁶ Видети: Божић Радомир: Финансијски одговор на пословно финансијску кризу предузећа, 14. Конгрес Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске, Теслић 2010, стр. 262.

⁷ http://www.pressonline.rs/sr/vesti/republika_srpska 3. август 2010.

ма се води стечајни поступак, повериоци само око 50⁸ предузећа су се одлучили да стечајни поступак буде окончан реорганизацијом, док степен наплате потраживања неосигураних поверилаца у спроведеним поступцима банкрутства износи око 20%.

Како још увек не постоје јасне индиције да привреда излази из кризе, и како постоји не мали број предузећа која већ сада испуњавају стечајне услова а стечајни поступак над њима није из различитих разлога отворен, може се основано очекивати да ће и у наредним годинама број предузећа у стечају бити значајан.

Одлука да се над једним предузећем спроведе поступак банкрутства има далекосежне последице не само по његово пословање, права запослених, поверилаца и власника, већ и по његово финансијско извештавање.

2.1. Нормативна основа финансијског извештавања предузећа у стечају – банкрутству

Промене у финансијском извештавању предузећа у банкрутству су последица прекида континуитета пословања и услед тога промене циља предузећа – продаја имовине ради измирења обавеза. Промена циља предузећа који треба да буде остварен током поступка банкрутства неминовно има за последицу промену циљева финансијског извештавања оваквих предузећа. Реализација промењених циљева финансијског извештавања пак води промени форме и садржине финансијских извештаја, а то значи и промени правила за финансијско извештавање. Услед овог нормативна основа финансијског извештавања коју чине Закон о рачуноводству и ревизији и Међународни стандарди финансијског извештавања који су намењени превасходно финансијском извештавању предузећа која послују на основу принципа континуитета постају, у великој мери, неподобна за потребе финансијског извештавања предузећа у банкрутству.

То је и разлог што се у стечајним законима редовно налазе одредбе које се односе на вођење књига и финансијског извештавање предузећа у стечају. Овим одредбама се у суштини мора поставити оквир за финансијско извештавање које се односи на посебан догађај у животу предузећа - банкрутство.

⁸ Слична је ситуација и у Републици Србији у којој је само у 3.6% предузећа у стечају спроведен поступак стечајне реорганизације, видети: <http://www.alsu.gov.rs/bap/upload/documents/izvestaji/Izvestaj-Medjunarodna%20konferencija%202009%20lat.pdf>

2.2. Циљеви финансијског извештавања предузећа у банкрутству

Прелазак са континуираног пословања на његово окончање банкрутством не само да мења циљ предузећа, већ мења и циљ финансијског извештавања. Пружање постојећим и потенцијалним инвеститорима и повериоцима информација потребних за доношење одлука о улагањима у дато предузеће губи потпуно свој значај, чак и пре но што се покрене формални поступак стечаја. Отварањем поступка банкрутства мењају се како корисници финансијских извештаја датог предузећа, тако и њихове информационе потребе. Примарни корисници финансијских извештаја оваквих предузећа постају повериоци и стечајним законом прописани органи стечајног поступка, а у неким земљама регулаторна тела за стечајне поступке⁹.

Повериоци захтевају информације о имовини и обавезама предузећа у банкрутству не да би донели одлуке о томе да ли ће у такво предузеће уложити средства, већ искључиво ради процене степена наплативости својих потраживања и надзора над поступком банкрутства.

Органи стечајног поступка¹⁰ и регулаторна тела за стечајне поступке, од финансијског извештавања предузећа у банкрутству захтевају информације које ће чинити поуздану основу за доношење одлука из њихове надлежности и осигурати транспарентност поступка банкрутства.

Повериоци и органи стечајног поступка имају у основи исти циљ - најповољније колективно намирење неосигураних поверилаца, остваривањем највеће вредности предузећа у банкрутству, односно његове имовине. Регулаторна тела за стечајне поступке треба да реализацији овог циља допринесу тако што ће остваривати ефикасан назор над радом стечајних управника.

Реализација ових циљева претпоставља располагање у великој мери истим, или веома сличним информацијама које се односе у највећој мери на слободну, принудном извршењу подложну имовину и обавезе предузећа у банкрутству према неосигураним повериоцима.

⁹ У Републици Србији као регулаторно тело за стечајне поступке је организована Агенција за лиценцирање стечајних управника.

¹⁰ Према члану 3. Закона о стечајном поступку Републике Српске органи стечајног поступка су: стечајни судија, привремени стечајни управник, стечајни управник, скупштина поверилаца, привремени одбор поверилаца и одбор поверилаца.

Задатак финансијског извештавања је да ове информације стави на располагање корисницима састављањем и презентацијом одговарајућих финансијских извештаја.

Упркос томе што се циљеви финансијског извештавања предузећа у банкрутству разликују од циљева финансијских извештаја предузећа која послују на принципу сталности (*going concern*), у њима презентирани информације треба да имају исте основне квалитативне карактеристике. То значи да оне морају бити релевантне за доношење одлука и за надзор над процесом банкрутства. Поред тога, у извештајима презентирани информације треба да верно приказују имовину и обавезе предузећа. Благовремена презентација информација, њихова проверљивост и разумљивост су срачунате на унапређење основних квалитативних карактеристика.

С обзиром на ограниченост трајања поступка банкрутства и његове особине, упоредивост у времену финансијских извештаја предузећа у банкрутству у великој мери губи на значају. Остаје, међутим, потреба обезбеђења упоредивости по форми и садржини финансијских извештаја између предузећа која се налазе у банкрутству.

2.3. Вођење књига и финансијски извештаји предузећа у банкрутству

Да би се процес банкрутства учинио транспарентним, финансијско извештавање предузећа у банкрутству мора да обезбеди информације: о имовини и обавезама предузећа на дан када је одлука о банкрутству донета, о последицама које по ту имовину и обавезе имају трансакције које предузима стечајни управник током процеса банкрутства и о имовини и обавезама предузећа након закључења поступка банкрутства. Финансијски извештаји предузећа у банкрутству се, сагласно овоме, могу поделити на финансијске извештаје који се састављају на почетку поступка, финансијске извештаје током поступка и финансијске извештаје који се састављају на крају поступка банкрутства.

2.3.1. Финансијски извештаји отварања стечајног поступка

По отварању стечајног поступка сва надлежност и одговорност за вођење књига и састављање и презентацију финансијских извештаја

прелази на стечајног управника¹¹. Финансијски извештаји које стечајни управник мора да састави по доношењу решења о отварању стечајног поступка имају исти циљ, форму и садржину независно од тога да ли ће се стечајни поступак окончати банкрутством или реорганизацијом. На основу информација садржаних у овим извештајима, стечајни управник предлаже а повериоци одлучују о исходу стечајног поступка.

Од дана када се доносе одлука о томе да се отвара стечајни поступак за дато предузеће, почиње да тече нова пословна година. Када је реч о финансијском извештавању, то значи да ће књиге предузећа над којим је отворен поступак стечаја бити закључене. За потребе обезбеђења информација о почетку, току и завршетку поступка, нужно је отворити и водити књиге предузећа које је стечају. Књиговодствене евиденције представљају основу за израду финансијских извештаја током и на крају поступка стечаја, који, као што је познато, може бити окончан или прихватањем од стране поверилаца реорганизације, или спровођењем банкрутства. У оба случаја потребно је створити основу за отварање књига предузећа у стечају.

Да би се идентификовала имовина која чини стечајну масу и да би се створила основа за отварање књига предузећа у стечају, на почетку стечајног поступка стечајни управник има обавезу да изврши попис имовине и обавеза стечајног дужника и да састави биланс отварања стечаја.

А. Попис имовине и обавеза стечајног дужника

У стечајном законодавству редовно се као један од првих задатака стечајног управника наводи састављање инвентара имовине стечајног дужника на дан отварања стечајног поступка.¹² Попис имовине обухвата и попис потраживања и попис обавеза стечајног дужника.

¹¹ Видети чл. 29 Закона о стечајном поступку Републике Српске

¹² Стечајни управник је обавезан одмах да изврши детаљан попис стечајне масе и исти предати стечајном судији најкасније у року од 45 дана од дана именованја. Чл. 29. ст. 2, Закона о стечајном поступку Републике Српске. У Закону о стечају Републике Србије члан 27. се захтева од стечајног управника да попис имовине и обавеза започет у року од 10 дана од именованја и да исти оконча у року од 30 дана од дана именованја. Према члану 150. Закона о стечајног закона Републике Хрватске стечајни управник је дужан саставити попис појединих предмета стечајне масе. У другом ставу истог члана се наводи да је нужно за сваки предмет навести његову вредност, а ако вредност предмета зависи од тога да ли ће се стечај завршити реорганизацијом или банкрутством треба навести обе вредности.

Попис имовине и обавеза предузећа у стечају има двојак задатак. Њиме се обезбеђује основа за идентификовање целине имовине и обавеза стечајног дужника, што је свакако у интересу заштите интереса поверилаца. Истовремено попис имовине представља основу за израду биланса отварања стечаја.

Улога пописа имовине предузећа у стечају је, дакле, различита од оне коју има инвентар имовине у предузећу које послује континуирано. Тој различитој улози подређена је садржина и форма пописа.

Утицај на садржину пописа огледа се у примени различитих правила за утврђивање пописане имовине. За разлику од пописа имовине предузећа која настављају са пословање у којима су за вредновање имовине релевантне набавна вредност или цена коштања, ако су ниже од тржишне вредности на дан биланса, фер вредност или амортизована вредност, већ у зависности од имовинског предмета чија се вредност утврђује, за вредновање имовине у попису предузећа у стечају релевантне су ликвидационе вредности¹³. Ликвидациона вредност имовине се утврђује проценом. У циљу добијања што је могуће реалнијих ликвидационих вредности, треба користити релевантне и поуздане податке, полазећи од вредности коју имовина има на тржишту, ако за дату имовину постоји активно тржиште. Одређивање ликвидационе вредности неких имовинских предмета може захтевати поседовање посебних знања и искуства. У таквим случајевима је оправдано ангажовање овлашћених проценитеља.

Околност да за неку имовину стечајног дужника не постоји активно тржиште и да се неће наћи заинтересовани купац није разлог да се таква имовине не унесе у попис имовине. Таква имовина се може исказати са вредношћу нула, или 1 КМ.

Имовина се процењује појединачно, осим у случају када више имовинских предмета чини једну функционалну целину и када њихова појединачна продаја није могућа.

Књиговодствена вредност имовине стечајног дужника се узима у обзир само у случају да је од значаја за утврђивање ликвидационе вредности.¹⁴

¹³ Под ликвидационом вредношћу се подразумева вредност по којој би дата имовина могла бити продата у разумном року.

¹⁴ У члану 29. ст. 2, Закона о стечајном поступку се захтева да се у попису имовине поред износа уновчења имовинских предмета уноси и књиговодствена вредност.

Уколико би продајом стечајног дужника као целине било постигнуто повољније намирење поверилаца, тада би поред процене ликвидационих вредности појединачних делова имовине било нужно утврдити вредност предузећа – стечајног дужника као целине, применом уобичајених метода процене вредности предузећа.

Независно од тога да ли се утврђује ликвидациона вредност појединачних имовинских предмета и права стечајног дужника, или се утврђује вредност целине предузећа у стечају, од пресудног значаја за заштиту интереса поверилаца, али и власника је да поменуте вредности буду објективне. Грешке у процени могу имати снажан утицај на трајање стечаја и на степен исплате обавеза према стечајним повериоцима.

Да би попис имовине био поуздан за израду биланса отварања стечаја, неопходно је да буде потпун. Потпуност пописа се обезбеђује пописивањем целокупне имовине, која се на дан отварања стечаја налази код стечајног дужника, без обзира на њен правни статус: што значи да ће бити пописани и они имовински предмети који се на дан пописа затекну код стечајног дужника а нису његова својина. Поред тога, предмет пописа мора бити и она имовина стечајног дужника која се на дан отварања стечајног поступка налази код трећих лица, као што је, на пример, роба дата у комисиону продају.

У пописним листама мора бити јасно означена имовина која није својина стечајног дужника и имовина која припада стечајном дужнику али над њом повериоци стечајног дужника имају право залогне. Испуњење овог захтева претпоставља прилагођавање форме пописа. Да би попис имовине одговорио задатим циљевима, морао би да о пописаној имовини садржи следеће податке:

- редни број,
- опис – врста имовинских предмета,
- количина,
- ликвидациона вредност и
- основ за утврђивање потенцијалног права на разлучивање или издвајање.

Имовину стечајног дужника чине и његова потраживања, која се посебно пописују. Податке о потраживањима стечајни управник налази у књигама стечајног дужника и у његовој документацији. Листа дужника треба да садржи податке о:

- називу или имену дужника,
- адресу дужника,

- врсту потраживања /осигурано или неосигурано/,
- износ главног дуга,
- износ зарачунате камате до дана отварања стечаја,
- укупан износ потраживања,
- правну основу датог потраживања, на пример број излазне фактуре и
- ако је потраживање осигурано, која имовина је предмет обезбеђења: хартије од вредности, роба и др.

Попис обавеза стечајног дужника претпоставља идентификовање свих поверилаца који имају потраживања према стечајном дужнику. Поред књиговодствених евиденција стечајног дужника и његове документације, важан извор података да обавезе постоје чине и пријаве поверилаца. Да би попис обавеза био добра основа за израду биланса отварања стечаја, он не само да мора бити потпун, већ мора садржати обавезе према повериоцима које морају бити разврстане према њиховом правном статусу на: обавезе према излучним повериоцима и обавезе према стечајним повериоцима. Ове последње треба да буду класификоване у складу са стечајним законом на исплатне редове.¹⁵ О обавезама стечајног дужника у попису треба да буду наведени следећи подаци:

- назив или име повериоца и његова адреса,
- правни основ обавезе стечајног дужника, на пример фактура и отпремница за робу коју је поверилац испоручио стечајном дужнику,
- назнаку о врсти обавезе – осигурана или неосигурана,
- износ обавезе,
- износ камата насталих по основу кашњења у плаћању до дана отварања стечаја,
- укупан износ обавезе (дуг+камате),
- неосигуране обавезе разврстане на исплатне редове,

¹⁵ Према чл. 35. Закона о стечајном поступку Републике Српске, стечајни повериоци се деле на три групе: повериоци вишег, општег и нижег исплатног реда. Слична је класификација стечајних поверилаца у чл. 22. Закона о стечају Републике Србије, где се стечајни повериоци деле на повериоце првог, другог и трећег исплатног реда, у чл. 71. и 72. Стечајног закона Републике Хрватске стечајни повериоци су подељени на стечајне повериоце првог и другог вишег реда и стечајне повериоце нижих исплатних редова.

- ако је обавеза осигурана назив средстава која су основа обезбеђења, грађевински објекти, опрема, хартије од вредности, роба и др.
- назнаку да постоји могућност пребијања обавеза према стечајном повериоцу са потраживањима које стечајни дужник има према њему.

Обавезе према повериоцима се вреднују у висини износа готовине примљене од повериоца у тренутку настанака обавезе, или у висини вредности робе или услуга примљених од поверилаца. Ова иницијална вредност се увећава за камате настале након рока доспећа а до дана отварања стечаја.

Потпун и тачан попис имовине стечајног дужника је од пресудног значаја за тачност на основу њега састављеног биланса отварања стечаја.

Б. Биланс отварања стечаја

Осим што биланс отварања стечаја треба да, како је већ истакнуто, послужи као основа за отварање књига, он има још једну веома важну улогу. На основу информација о имовини и обавезама стечајног дужника исказаним у овом билансу, утврђује се тзв. привремена стечајна квота, која показује степен покрића обавеза према неосигураним повериоцима слободном, за њихово намирење расположивом имовином.¹⁶ Ова стечајна квота је веома важна за повериоце иако је привремена, јер је утврђена на основу процењених ликвидационих вредности имовине. На основу ове квоте повериоци стичу увид у висину могуће наплативости својих потраживања.

Иако попис имовине и обавеза стечајног дужника представља основу за израду биланса, отварања ова два извештаја се не разликују само по начину добијања и детаљности информација о имовини и обавезама, већ и садржини и по форми.

Имовина која се на дан отварања стечаја затекне код стечајног дужника а није његова својина, као и са том имовином повезане обавезе биће, како је већ наведено, унете у попис имовине и обавеза, али не и у биланс отварања стечаја. Обавезе према власницима ове имовине, који се уобичајено означавају као излучни повериоци биће измирене враћањем њихове имовине. Таква имовина не може бити коришћена

¹⁶ Стечајна квота показује покриће остатком слободне имовине обавеза према повериоцима нижих исплатних редова.

за покриће обавеза осталих поверилаца стечајног дужника, те би њено исказивање у билансу отварања стечаја било супротно његовом циљу.

Полазећи од циља биланса отварања стечаја, услове за исказивање у том билансу имају само они имовински предмети и права која могу бити предмет уновчења. Имовински предмети и права које стечајни дужник поседује али која не могу бити предмет уновчења, због непостојања тражње или других разлога, сагласно овоме се не могу исказати у стечајном билансу. Тако, на пример, није у складу са циљем биланса отварања стечаја исказивање потраживања по основу унапред плаћених трошкова рекламе, или трошкова закупа пословног простора, ако ће стечај бити окончан банкротством пре истека периода за који је закуп плаћен и сл.

С друге стране, у билансу отварања стечаја ће бити исказане позиције којих у попису имовине и обавеза нема као што је резервисање за трошкове стечајног поступка и резервисање за обавезе стечајне масе.

Формирање резервисања за обавезе које настају по основу трошкова стечајног поступка¹⁷ и резервисања за обавезе стечајне масе¹⁸ треба да омогући исказивање у билансу отварања стечаја свих обавеза које треба да буду покривене из имовине стечајног дужника. Како је реч о обавезама чији се настанак очекује током стечајног поступка, до висине резервисања се долази процењивањем.

Супротно излучној имовини и с том имовином повезаним обавезама, имовина стечајног дужника над којом његови повериоци имају право залогe и с том имовином повезане обавезе, треба да буду исказане у стечајном билансу. Разлог треба тражити у томе што је помнута имовина без обзира што представља залогу и даље имовина стечајног дужника. Због чврсте повезаности са обавезама чијем обезбеђењу служи, ова имовина се одваја од остале имовине стечајног дужника, те се у стечајном праву означава као разлучна имовина. Повериоци који имају потраживања покривена овом имовином не сматрају се стечајним, већ разлучним повериоцима.

Ликвидациона вредност разлучне имовине скоро редовно се разликује од висине разлучних обавеза, због праксе да се за залогу узи-

¹⁷ Ови трошкови обухватају судске трошкове стечајног поступка, награде и надокнаде стечајном и/или привременом стечајном управнику, вештацима, члановима привременог и одбора поверилаца, и други издаци који се у складу са стечајним законом имају сматрати трошковима стечајног поступка. Видети чл. 45. Закона о стечајном поступку Републике Српске.

¹⁸ Видети чл. 46. Закона о стечајном поступку Републике Српске.

ма имовина која је знатно виша од обавезе која се том имовином обезбеђује. Вишак изнад обавеза се уноси у стечајну имовину, тј. имовину која служи за покриће трошкова стечајног поступка, обавеза стечајне масе и обавеза према стечајним повериоцима. Разлика између вишег износа разлучних обавеза и нижег износа ликвидационе вредности разлучне имовине повећава стечајне обавезе.

Форма биланса отварања стечаја која је примерена његовим циљевима би могла изгледати:

ПОЧЕТНИ СТЕЧАЈНИ БИЛАНС

састављен на дан _____ у ооо КМ

Редни број	Разлучна имовина	Ликвидациона вредност
1.		
2.		
	Укупно	
Редни број	Обавезе према разлучним повериоцима	Износ обавеза
1.		
2.		
	Укупно	
А. Вишак разлучне имовине у односу на обавезе према разлучним повериоцима		
Редни број	Слободна имовина	Ликвидациона вредност
1.	Готовина и готовински еквиваленти	
2.	Дати аванси	
3.	Потраживања	
4.	Хартије од вредности	
5.	Нематеријална улагања	
6.	Некретнине постројења, опрема	
7.	Остало	
Б. Укупно слободна имовина		
В. Вредност имовине расположиве за покриће трошкова стечајног поступка, обавеза стечајне масе и обавеза према стечајним повериоцима		
Редни број	Обавезе	Износ обавеза
1.	Резервисања за трошкове стечајног поступка	
2.	Резервисања за обавезе стечајне масе	
Г. Укупно		
Д. Вредност имовине расположиве за намирење стечајних поверилаца		
Редни број	Обавезе	Износ обавеза
1.	Обавезе према повериоцима вишег исплатног реда	
2.	Обавезе према повериоцима општег исплатног реда	
3.	Обавезе према повериоцима нижег исплатног реда	
4.	Обавезе према повериоцима нижег исплатног реда – разлучни повериоци	
Ђ. Укупно обавезе према стечајним повериоцима		
Е. Губици стечајних поверилаца (Д<Ђ)		
Ж. Нето имовина (Д>Ђ)		

У стечајном законодавству не постоји уједначен став о обавези ревизије биланса отварања стечаја. Према члану 110. Закона о стечају Републике Србије, стечајни судија може поставити ревизора за оцену почетног и завршног биланса стечаја, док се у члану 101. Закона о стечајном поступку Републике Српске и члану 154. Стечајног закона Републике Хрватске прописује начин постављања ревизора само за ревизију завршног биланса стечаја. Како потпуност исказане имовине и обавеза и објективност њихових ликвидационих вредности имају утицаја на висину очекиване исплате обавеза према неосигураним повериоцима и преко тога на одлуке о исходу стечајног поступка чини се основаном потреба да предмет ревизије треба да буде биланс отварања стечаја, макар када је реч о стечајним дужницима који су разврстани у средња и велика предузећа. Ревизија завршног биланса стечаја, будући да је свака могућност за корекције прошла по нашем уверењу има мањи значај.

2.3.2. Финансијско извештавање током поступка банкротства

Околности да се поступак банкротства спроводи путем бројних пословних трансакција, те да сам поступак може трајати годину дана, јесу основа за постављање захтева да се, упркос томе што је реч о поступку који води гашењу предузећа, у предузећима која су банкротству отварају и воде књиге. Отварањем поступка банкротства обавезе предузећа које се односе на вођење књиге се не мењају.¹⁹ Отуда се у стечајним законима у вези са вођењем књига само одређује да пословне књиге предузећа у банкротству треба да води стечајни управник, или лице које он одреди.

Циљ вођења књига је стварање основе за надзор над током поступка банкротства. Остварење овог циља се остварује преузимањем стања имовине и обавеза предузећа исказаних у билансу отварања стечаја и обухватањем свих пословних промена које настану током поступка банкротства.

Циљ поступка банкротства опредељује и врсте пословних промена. Међу пословним променама које се најчешће јављају током поступка банкротства и чије се последице по имовину и обавезе морају књиговодствено обухватити свакако се убрајају:

¹⁹ Видети члан 101. Закона о стечајном поступку Републике Србије.

- враћање имовине са излучним правом,
- уновчење стечајне масе и измирење обавеза према повериоцима са излучним правом,
- наплата потраживања,
- дозвољена компензација потраживања и обавеза,
- измирење трошкова стечајног поступка на терет одговарајућег резервисања,
- измирење обавеза стечајне масе на терет одговарајућег резервисања,
- смањење обавеза по основу њиховог непризнавања од стране стечајног управника,
- повећање обавеза по основу признавања обавеза према повериоцима, које нису биле евидентирани у књигама,
- враћање имовине у стечајну масу по основу побијеног правног посла или друге правне радње,
- измирење обавеза према стечајним дужницима и
- остале економске промене.

Наведени, свакако не потпуни списак промена које настају током спровођења поступка банкрутства јасно показује да ове промене имају за последицу: (1) смањење оног дела имовине који је у облику имовинских предмета или права путем продаје, преноса или отуђењем на друге начине истовремено ове трансакције доводе до повећања готовине или смањења обавеза. Неке од промена доводе само до одлива готовине као што исплате обавеза по основу трошкова стечајног поступка и по основу обавеза стечајне масе. О овим последицама спровођења поступка банкрутства стечајни управник треба да положи рачуне органима стечајног поступка. Како поступак банкрутства траје највише годину дана, полагање рачуна се мора одвијати за краће периоде, уобичајено квартално.

Полагање рачуна о току поступка банкрутства се врши презентацијом одговарајућих финансијских извештаја, а ти извештаји се састављају на основу података из књиговодствених евиденција – главне и помоћних књига. Ови извештаји треба да садрже информације о:

- имовини која је у датом извештајном периоду продата, пренета или на други начин отуђена,
- повећању имовине до кога је дошло до накнадног укључивања у стечајну масу делова имовине који нису били обухваћени у билансу отварања стечаја,

- смањењу имовине које је последица искључивања имовине за коју је накнадно утврђено да не припада стечајном дужнику,
- промени вредности имовине које је последица продаје имовине изнад или испод процењених вредности,
- оствареним приливима готовине,
- оствареним одливима готовине,
- висини обавеза стечајне масе и то: основи њиховог настанка, процењеном износу, стварном износу, исплаћеним обавезама и неизмиреним обавезама,
- висини трошкова стечајног поступка и то: основи њиховог настанка, процењеном износу, стварном износу, исплаћеним обавезама и неизмиреним обавезама,
- исплатама обавеза према стечајним повериоцима, разврстаним по исплатним редовима уз исказивање стања обавеза на почетку извештајног периода, евентуалних повећања у току периода, исплаћених износа на име измирења обавеза и стање обавеза на крају извештајног периода.

У Закону о стечајном поступку Републике Српске се захтева полагање рачуна од стране стечајног управника стечајном судији и одбору поверилаца²⁰. Садржина и форма ових извештаја није прописана, као што нису предвиђени рокови у оквиру којих би они требали да буду подношени. Ово свакако не доприноси транспарентности поступка банкротства.

Неспорна потреба за информацијама, коју имају повериоци, власници и органи стечајног поступка тешко да може бити задовољена ако законом или подзаконским актима није уређено макар минимум садржине финансијских извештаја које стечајни управник треба да поднесе.²¹ Управљање поступком банкротства и надзор над њим зах-

²⁰ Стечајни управник је дужан водити књиге, нарочито сачинити почетни биланс на основу инвентарисања према стању на дан отварања поступка, као и поднети потребне извештаје органима, члан 31. Закона о Стечајном поступку. У члану 33. се наводи да одбор поверилаца има право да од стечајног управника тражи подношење извештаја и полагање рачуна, као и право да непосредно врши контролу.

²¹ На предлог Агенције за лиценцирање стечајних управника Републике Србије Министар економије и регионалног развоја је донео Правилник о утврђивању стандарда за управљање стечајном масом, у коме је садржано седам Националних стандарда од којих се три односе на финансијско извештавање током стечајног поступка. Службени гласник РС бр. 13 од 12. марта 2010. године

тева презентацију информација у редовним временским размацима, у извештајима који су међусобно упоредиви по форми и садржини.

2.3.3. Финансијско извештавање на крају поступка банкрутства

Поступак банкрутства се сматра завршеним након што је уновчена имовина стечајног дужника, покривени трошкови поступка банкрутства, измирене обавезе стечајне масе и исплаћени повериоци.

За разлику од биланса отварања стечаја, чија тачност зависи од потпуног обухватања имовине стечајног дужника и од објективно утврђених ликвидационих вредности те имовине, код закључног рачуна стечаја испуњење захтева за потпуношћу биланса се остварује, потпуним преузимањем у евиденцију имовине и обавеза стечајног дужника на дан отварања стечаја и потпуним обухватање економских трансакција насталих током поступка банкрутства, тешкоћа у процењивању позиција нема јер су у овом билансу исказани приливи и одливи готовине.

Састављањем и презентацијом завршног рачуна, пре окончања свог ангажмана стечајни управник полаже рачун о:

- уновчењу имовине стечајног дужника,
- исплати обавеза стечајног поступка и обавеза стечајне масе и
- исплати обавеза према повериоцима.

У оквиру закључног рачуна стечаја потребно је исказати остварене приливе готовине и то како оне који су последица уновчења појединих имовинских предмета, тако и приливе готовине настале по основу прихода остварених током поступка банкрутства, као што су примера ради, приходи од закупнине или приходи од камата.

Одливи готовине за потребе израде закључног рачуна треба да буду класификовани према основама обавеза ради чијег измирења су настали на:

- одливе по основу измирења обавеза за трошкове стечајног поступка,
- одливе по основу обавеза стечајне масе,
- одливе по основу измирења обавеза према повериоцима.

Обавезе према повериоцима у завршном рачуну стечаја треба да буду рашчлањене по врсти обавеза /разлучни и стечајни повериоци/ а стечајни повериоци и према исплатном реду. О свакој од обавеза треба пружити податке о висини утврђене обавезе, исплаћеном износу и стопи намирења. За разлику од стопе намирења стечајних по-

верилаца која се утврђује у на основу почетног стечајног биланса, ова стопа намирења је коначна и показује степен исплате обавеза према овим повериоцима.

Како се завршни рачун саставља пре што је поступак банкротства и формално завршен, за потребе одржавања завршног рочишта, у њему се могу јавити резервисања за трошкове стечајног поступка и за обавезе стечајне масе ако се до окончања поступка или након њега очекује њихов настанак.

У стечајним законима²² завршном рачуну стечаја није посвећена примерена пажња. Одредбе стечајних закона и Републике Српске и Републике Србије се задржавају на прописивању обавезе за састављање завршног рачуна. Закони се не баве питањем форме и садржине овог извештаја.²³ Описана садржина закључног биланса у великој мери одређује и његову форму. Завршни рачун у процесу банкротства, који би био усклађен са циљевима састављања и тим циљевима опредељеном садржином би могао имати следећу форму:

ЗАВРШНИ РАЧУН СТЕЧАЈА у ооо КМ

Приливи		
1.	Готовина и готовински еквиваленти	
2.	Предујам за покретање стечајног поступка	
3.	Приливи по основу: уновчења имовине стечајног дужника (продаје уновчења стечајног дужника као правног лица)	
4.	Приливи по основу пословних прихода	
5.	Приливи по основу осталих прихода	
6.	Процењени приходи до краја поступка банкротства	
7.	Укупни приливи	
Одливи		
8.	Одливи по основу судских трошкова	
9.	Одлив по основу повраћаја предумја за покретање стечајног поступка	

²² У Закону о стечајном поступку Републике Српске, у члан 29, у ставу 3 стоји: Стечајни управник је дужан водити пословне књиге, нарочито сачинити почетни биланс на основу инвентарисања према стању на дан отварања поступка, као и поднијети потребне извештаје надлежним органима. се не помиње обавеза израде закључног стечајног биланса, дакле не помиње се обавеза израде закључног биланса. У чл. 101. истог Закона стоји да ревизора за оцјену завршног рачуна у стечајном поступку поставља стечајни судија након што је омогућио стечајном управнику и одбору повјерилаца да се изјасне о лицу које треба да буде постављено за ревизора.

²³ Правилник о утврђивању стандарда за управљање стечајном масом, који је донео министар економије и регионалног развоја Републике Србије, садржи Национални стандард 7 који се односи на завршни рачун стечајног управника.

10.	Одливи по основу накнада за рад чланова одбора поверилаца			
11.	Одливи по основу награда и накнада трошкова привременог стечајног управника			
12.	Одливи по основу коначне накнаде стечајног управника			
13.	Одливи по основу накнаде трошкова стечајног управника			
14.	Остали одливи			
15.	Укупни одливи по основу трошкова поступка банкрутства			
16.	Одливи по основу измирења обавеза стечајне масе			
17.	Резервисана средстава за трошкове стечајног поступка и обавезе стечајне масе до окончања поступка			
18.	Резервисана средстава за трошкове стечајног поступка и обавезе стечајне масе након окончања поступка			
19.	Укупни одливи пре исплате поверилаца			
20.	Приливи расположиви за измирење обавеза према повериоцима			
	Одливи по основу измирења обавеза према повериоцима			
		Утврђене обавезе	Стопа намирења	Износ исплате
21.	Разлучни повериоци			
	Резервисана средстава за оспорена потраживања разлучних поверилаца			
22.	Стечајни повериоци			
	Вишег исплатног реда			
	Општег исплатног реда			
	Нижих исплатних редова			
	Резервисана средстава за оспорена потраживања стечајних поверилаца			
23.	Укупни одливи по основу измирења обавеза према повериоцима			
24.	Укупна резервисана средства за оспорена потраживања			
25.	Одливи по основу исплате средстава власницима			
26.	Стање новчаних средстава			
27.	Преостала имовина стечајног дужника			

Прегледности ради завршног рачуна степен рашчлањавања појединих позиција је скроман. Потребне додатне информације о њима стечајни управник треба да пружи у завршном извештају који прати овај завршни рачун. Тако би, примера ради, било важно пружити информације о томе шта чини трошкове стечајног поступка, или информације о томе колики су приливи готовине остварени уновчењем појединих група имовине стечајног дужника (приливи по основу уновчења, непокретне имовине, опреме, финансијских средстава и сл.).

3. Стечај као инструмент за преваре

Пракса показује да се услед финансијских превара предузећа не ретко нађу у ситуацији да је њихов стечај неизбежан. Пре свега, али искључиво реч је о преварама извршених путем презентовања лажних финансијских извештаја, након чијих откривања долази до драстичног пада њихове тржишне вредности. Пад тржишне вредно-

сти погађа првенствено инвеститоре, а потом и повериоце. Овде је стечај предузећа последица, а не циљ. Предмет истрага ће у оваквим случајевима бити финансијске преваре.

Претходна разматрања су показала да се испуњење циљева стечајног поступка може очекивати само ако стечајни поверилац пријави целокупну своју имовину и обавезе и ако редослед измирења обавеза изврши у складу са законом.

Искуство показује да се у једном броју случајева поступак стечаја користи као инструмент за остварење користи неке од страна у поступку. Основано се може претпоставити да су злоупотребе стечаја једнако старе као и сам стечај.

Отуда се као злоупотребе стечајног поступка начелно означавају не само активности менаџмента и власника предузећа срачунате на наносење штете повериоцима, већ и активности поверилаца којима је циљ прибављање користи на штету стечајног дужника.

Злоупотребе стечаја могу настати пре или након покретања стечајног поступка. Злоупотребе стечаја пре но што се покрене стечајни поступак врше власници и менаџмент предузећа. Ове злоупотребе се најчешће врше у виду: намерно изазваног стечаја и лажног стечаја.

Власници предузећа путем намерног изазивања стечаја предузећа желе да оштете повериоце било тако што ће смањити имовину која би могла послужити за покриће обавеза према повериоцима, било тако што ће ући у послове из којих ће настати обавезе које немају намеру, ни могућност да измире.

Намерно смањење имовине се врши преношењем имовине на друга правна или физичка лица које се остварује продајом имовине у бесцење, закључивањем уговора о продаји са купцима који су платежно неспособни, пропуштањем предузимања радњи ради наплате потраживања или ако власници предузећу које има тешкоћа у плаћању, недостајућа средства не улажу на трајној основи већ у виду кредита.

Претерано задуживање предузећа било повећаним набавкама од стране добављача, било узимањем кредита код банака по повериоце има исте последице. Овај начин преваре поверилаца могу чинити предузећа која су тек основана и чији власници у тренутку оснивања су имали за циљ не дугорочно пословање предузећа већ управо превару поверилаца намерним изазивањем стечаја. Понекад, међутим, нови власници већ афирмисаних предузећа, најпре оснивају ново предузеће у истој делатности, а потом на то ново предузеће преносе имовину купљеног предузећа, било њеним продајама испод тржишних цена, или превисоким плаћањем услуга које врло често нису

ни пружене и сл. Поред тога, користећи добар углед купљеног предузећа, нови власници га претерано задужују узимањем кредита код банака, а средства добијена задуживањем се не улажу у дато предузеће, већ у новоосновано, или се троше у неке друге сврхе. Понекад овим злоупотребама се прикључује и састављање и презентација нетачних финансијских извештаја.

Намерно изазивање стечаја није непознато ни у нашој пословној пракси, а ни у законодавству, које намерно изазивање стечаја квалификује као кривично дело.²⁴

Повериоци који трпе штету требало би обратe пажњу на неке од могућих симптома намерног стечаја као што су: скорашња промена власника предузећа, значајне промене у токовима рентабилитета и новчаним токовима које своје објашњење не могу наћи у пословању предузећа, нагли пад залиха, нагли раст потраживања, претеране исплате зарада и бонуса, оснивање нове компаније непосредно пре или након стечаја²⁵

Лажни стечај, за разлику од намерно изазваног стечаја, настаје као последица активности власника и управе да путем привидног смањења или стварног смањења своје имовине и привидног задужења предузећа створе утисак да су испуњени стечајни услови, те да се кроз процес стечаја избегне плаћање својих обавеза. Прикривање дела имовине предузећа, привидна продаја – продаја са обавезом откупа продате имовине у одређеном року, фиктивни уговори о поклону или продаји, признавањем непостојећих обавеза, закључивањем фиктивних уговора о задужењу, састављање фиктивних докумената и финансијских извештаја с намером да послуже као основа за отварање стечајног поступка представљају само неке од активности које предузимају власници и управе таквих предузећа.

Како такве активности могу нанети повериоцима велике штете, оне се као и намерно изазвани стечај сматрају кривичним делом.²⁶

²⁴ Видети члан 259. Кривичног закона Републике Српске. Готово на идентичан начин се дефинише и санкционише намеран стечај у чл. 137 Кривичног закона Републике Србије.

²⁵ Видети: Identifying Bankruptcy Fraud By Joe B. Brown, Brian Netoles, Sandra Taliani Rasnak, and Maureen Tighe http://www.google.rs/url?sa=t&source=web&cd=1&ved=0CCIQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.crfonline.org%2Ffor%2Fpdf%2Fref1.pdf&ei=ZVQ8TaHPJ8KDOsO4gYEL&usq=AFQjCNEj4ncxa_Gt8DfYwmkSh6ghCorxRg

²⁶ Видети чл. 258 Кривичног закона Републике Српске, чл. 137а Кривичног закона Републике Србије.

Привремени стечајни управници могу осујетити овакве преваре ако темељно, а то значи не формално, већ суштински испита испуњеност услова за покретање стечајног поступка.

Како је циљ стечаја да се осигура равноправан третман поверилаца који припадају истој класи, третман преваре, ако су стечајни услови испуњени, треба да имају и радње којима се неки од поверилаца стављају у повољнији положај, на пример, добијањем обезбеђења за потраживања која имају. Овакви поступци управе предузећа које улази у стечајни поступак треба у складу са стечајним законом да буду побијени.²⁷

Када је стечајни поступак већ покренут, тада интереси поверилаца могу бити угрожени недостављањем потпуних информација стечајном управнику о имовини и обавезама стечајног дужника. Често због непотпуне и неажурне књиговодствене евиденције, непостојања документације и непотпуности податка унетих у документа, стечајни управник до потпуног стања имовине и обавеза стечајног дужника може доћи само ако су му доступни и други извори података, а пре свега они које поседују власници и менаџмент предузећа у стечају.

Понеки од поверилаца у током пријављивања потраживања која имају према стечајном дужнику пријављују потраживања која нису основана или пријављују постојећа потраживања у вишим износима од тачних износа.

Интереси поверилаца у стечајном поступку могу бити озбиљно угрожени, ако при отварању и током стечајног поступка, изостане одговорно и професионално понашање стечајног судије, привременог стечајног управника, и стечајног управника.

Закључак

На основу претходних разматрања могуће је закључити:

1. Банкротство и реорганизација представљају два могућа исхода стечајног поступка. Заједничко им је да представљају принудне а не добровољне поступке, да су нормативно уређени, да су економски а не кривични поступци и да треба да обезбеде правичан третман поверилаца. Осим тога, оба поступка имају за

²⁷ Видети чланове 84 до 89 Закона о стечајном поступку Републике Српске.

- циљ постизање најповољнијег колективног намирења свих стечајних поверилаца.
2. Промена циља предузећа - гашење предузећа уместо наставка пословања, има за последицу промену циљева финансијског извештавања оваквих предузећа. Реализација промењених циљева финансијског извештавања пак води промени промени форме и садржине финансијских извештаја а то значи и промени правила за финансијско извештавање. Услед овог нормативна основа финансијског извештавања коју чине Закон о рачуноводству и ревизији и Међународни стандарди финансијског извештавања који су намењени превасходно финансијском извештавању предузећа која послују на основу принципа континуитета постају у великој мери неподобна за потребе финансијског извештавања предузећа у банкрутству.
 3. Отварањем поступка банкрутства мењају се како корисници финансијских извештаја датог предузећа, тако и њихове информационе потребе. Примарни корисници финансијских извештаја оваквих предузећа постају повериоци, стечајним законом прописани органи стечајног поступка и у неким земљама регулаторна тела за стечајне поступке.
 4. Финансијски извештаји које стечајни управник мора да састави по доношењу решења о отварању стечајног поступка имају исти циљ, форму и садржину независно од тога да ли ће се стечајни поступак окончати банкрутством или реорганизацијом. На основу информација садржаних у овим извештајима, стечајни управник предлаже а повериоци одлучују о исходу стечајног поступка.
 5. Иако попис имовине и обавеза стечајног дужника представља основу за израду биланса отварања стечаја ова два извештаја се не разликују само по начину добијања и детаљности информација о имовини и обавезама, већ и садржини и по форми.
 6. У Закону о стечајном поступку Републике Српске се захтева полагање рачуна од стране стечајног управника стечајном судији и одбору поверилаца. Садржина и форма ових извештаја није прописана, као што нису предвиђени рокови у оквиру којих би они требали да буду подношени. Ово свакако не доприноси транспарентности поступка банкрутства.
 7. У стечајним законима се завршном рачуну стечаја није посвећена примерена пажња. Одредбе стечајних закона и Републике

Српске и Републике Србије се задржавају на прописивању обавезе за састављање завршног рачуна. Закони се не баве питањем форме и садржине овог извештаја.

8. Злоупотребе стечаја могу настати пре или након покретања стечајног поступка. Злоупотребе које настају пре но што се покрене стечајни поступак врше власници и менаџмент предузећа. Најчешћи облик ових злоупотреба су: намерно изазивање стечаја и лажирање стечаја. Злоупотребе током стечајног поступка су могуће само уз учешће привременог стечајног управника, стечајног управника и стечајног судије, као органа стечајног поступка.

Литература:

1. Glaser, Uric: (1996) *Sanierung und Konkurs*. Wiesbaden: Gabler Verlag
2. Ранковић, Ј: (1996) *Специјални биланси*. Београд: Проинком
3. Georg, Arians: (1985) *Sonderbilazen*. 2. Auflage. Koln: Heymanns
4. Budde, Wolfgang; Forschle, Gerhard: (1994) *Sonderbilanzen*. Munchen: Beck, С.Н.
5. Божић, Радомир: Финансијски одговор на пословно финансијску кризу предузећа// 14. *Конгрес Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске*. Теслић: 2010, стр. 262.
6. Identifying Bankruptcy Fraud By Joe V. Brown, Brian Netoles, Sandra Taliani Rasnak, and Maureen Tighe http://www.google.rs/url?sa=t&source=web&cd=1&ved=oCCIQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.crfonline.org%2Ffor%2Fpdf%2Frefn.pdf&ei=ZVQ8TaHPJ8KDOsO4gYEL&usg=AFQjCNEj4ncxa_Gt8DfYwmkSh6ghCorxRg

Законски прописи

1. Закон о стечајном поступку. *Службени гласник Републике Српске*, бр. 67/02; 77/02; 38/03; 96/03; 68/07; 12/10 и 16/10
2. Закон о стечају Републике Србије. *Службени гласник РС*, бр. 104/2009
3. Стечајни закон Републике Хрватске. *Народне новине*, бр. 44/96 и 22/99, 129/00, 123/03, 82/06 и 116/10
4. Правилник за утврђивање националних стандарда за управљање стечајном масом, *Службени гласник РС*, бр. 13/2010

Силвије Орсаг *

БУДУЋНОСТ МАЛИХ ТРАНЗИЦИЈСКИХ ЕМЕРЗИВНИХ ТРЖИШТА

SMALL TRANSITION EMERGING MARKET FUTURE

Резиме

Промјене услова у окружењу савремених тржишта капитала трансформирале су берзе од организација не за профитом с стојерним положајем на тржишту капитала и посебним третманом влада у профитно оријентирана друштва с листаним властитим акцијама. Те су промјене повећале конкуренцију међу берзама и потакле раст пословних комбинација, од неких облика кооперација до активности спајања и стјецања. Промијењен услови савременог окружења тржишта капитала провоцирају будућност малих, емерзивних тржишта капитала европских транзицијских земаља. Рад садржи кратку расправу о будућности малих транзицијских емерзивних тржишта. Мноштво је аргумента за кооперацију између тих тржишта. Кооперација може варирати од једноставног унакрсног листања до стварања регионалне котације акција и неких сложенијих облика пословних комбинација. Постоје такође и аргументи за кооперацију између малих емерзивних тржишта и других развијених малих или већих европских тржишта, али с извјесним губитком контроле и губитком могућности кориштења националне берзе за развој других сегмената националног тржишта капитала.

Кључне ријечи: финансијска тржишта, тржиште капитала, криза, емерзивна тржишта, котација.

* Економски факултет, Свеучилиште у Мостару, silvije.orsag@zg.t-com.hr

Summary

Changing conditions in modern capital markets environment transforms stock exchanges from non for profit organizations with central positions in capital market and special governmental treatment to profit oriented companies with own listed stocks. This changes increase competition between stock exchanges and force increase in business combinations, from some form of cooperations to M&A activities. The new conditions in modern capital markets environment challenge futures for small, emerging capital markets in European transition countries. This paper contains brief discussion about the future of small transition emerging markets focusing on certain central and south-east countries. There are many arguments for cooperation between these markets. Cooperation can range from simple cross listing to creation of regional stock quotation and some complex forms of business combinations. There are also arguments for cooperation between these small emerging markets and other developed small and big European markets, but with certain loss of control and loss of possibilities to use nation stock exchange for developing other national capital markets segments.

Key words: financial markets, capital market, crisis, immersive markets, quote

Увертира – криза као шанса

Свијет либералног капитализма, како га волимо звати, непрестано се суочавао с недаћама циклуса. Уважавањем напретка, проблеми циклуса графички се цртају кривуљом облика положеног латиничног слова „С”: након пада започиње постепени оправак и „уходавање” за нови узлет. Ма колико трајао раст и шта све чиниле владе да га задрже у фази експанзије, он се постепено успорава. Досегнувши сам врх, слиједи нови пад и отрежњење свих од лагодног живота. Криза је препозната, како се популарно говори, а нити једна влада не жели признати да су се назнаке кризе препознале прекасно и да, док вода није дошла до грла, није постојало политичке воље да се правовременим дјеловањем смање посљедице и дубина кризе. Без обзира на стилове вођења националних економија, може се слободно устврдити да је вријеме либерализма давно прошло. Све владе настоје дјеловати тако да протуже раст а, посебно, зауставе пад. Као што је позна-

то, а чему од недавно свједочимо, нити једној није успјело онемогућити пад. Продужили су раздобље раста, понекад одгодили пад, али је он неминовно наступио: с већим или мањим интензитетом. Па шта се онда промијенило? Промијенила се реторика. Некада се је говорило о кризи. Кризу је замијенила рецесија, а ако је та рецесија била кратка, постала је посртање. Чини ми се да поново овај пад, барем једно вријеме, називамо кризом.

Драматургију цикличког кретања најбоље приказује сценографија финансијских тржишта, посебно гламурозна сценографија тржишта капитала на позорници највеће свјетске берзе. Шта нас учи историја Вол Стрита (Wall Street)? Гламур Вол Стрита може се посматрати кроз више од сто година успјеха. Песимисти би радије рекли: историја сталних губитака, док би легендарни Ј. П. Морган вјероватно рекао: историја сталних флукуација. Иако је оригинални црни петака наступио давно, 24. 09. 1869. и друге су кризе започеле у петак: 1873. и 1929. Између њих и послије њих, посебно у посљедње вријеме, мало је црних петака. Нажалост, други су дани постали црни. Међу значајнијим падовима сјетимо се оног из седамдесетих година прошлог вијека, па „миленијског”, а о посљедњем још увијек свједочимо. Оно што је ипак посебност ове посљедње кризе, свакако је то што је дошла врло брзо након миленијске, без обзира на дубину пада тржишта коју је изазвала. Може се то рећи и другачије: чудно је како криза на прелазу тисућљећа није остала дуже у памћењу Вол Стрита. Обично сви играчи на тржишту након кризе једно, не тако кратко, вријеме „пушу и на хладно”¹.

И ова се је криза сагледала тек када је дошло до финансијског слома. Стога су се често причале и још се увијек причају приче како је ову рецесију, или, тачније, кризу изазвао слом америчког тржишта хипотекарних кредита и секуритизацијом надуваних финансијских балона. Као да се намјерно занемарује чињеница да финансијски сектор може само потакнути већ раније настале проблеме реалног сектора, док тешко може изазвати кризу иначе здраве реалне економије. Развијени свијет Америке и Европе, губио је своју предност на подручју реалног сектора према растућим економијама Кине и Ин-

¹ Орсаг, Силвије. Дугорочне и краткорочне посљедице свјетске економске кризе.// *Корпоративно управљање: 8 међународни симпозиј*. Дубровник: 04. и 05. 12. 2008. Сарајево: Ревикон, 2009.

дије. Тај се је недостатак настојао надокнадити кроз финансијски сектор, што су здушно поздрављале све владе развијених земаља. Иако је трајало, релативно дуго, логично је да није могло трајати у недоглед. Међутим, и даље се не жели јавно признати узрок кризе у проблемима реалног сектора. Кориштење многих финансијских лијекова, помало и логиком цикличног кретања, развијени свијет је зауставио кризу. Назиру се бољи дани. Свијет се постепено припрема за нови узлет, па се све више говори о кризи као шанси.

За разлику од развијених, транзицијске земље нису нити успјеле сложити своје економије до жељеног нивоа током дугог времена раста који је претходио глобалној кризи. То се нарочито односи на реални сектор транзицијских економија. Многе од њих наслиједиле су из бивших режима значајне структурне проблеме. Не рјешавајући те проблеме, многе су се транзицијске земље прилагођавале свјетској економији приватизацијским процесима и другим мјерама које су само учвршћивале наслијеђене и новонастале структурне проблеме. Уз неконкурентан реални сектор, привредни раст подржавао се, слично развијеним привредама, финансијским сектором, који је осигуравао структурно неусклађену потрошњу јавног сектора и сектора домаћинства.

Финансијски системи већине транзицијских земаља још су увијек недовољно развијени. У њима доминирају пословне банке, по правилу, у доминантном страном власништву. Послујући као универзалне банке, успјешно разводњавају било какве учинке специјализације финансијског система много интензивније од банковног сектора развијеног дијела Средње Европе. Неразвијени финансијски сектор, с доминантном улогом банака, пратило је значајно незасићено тржиште класичних стандардних финансијских услуга. Банкоцентричност финансијских система европских транзицијских земаља није неочекивана појава. У прилог таквог развоја финансија јасно говори затечено стање и логичан развој финансијске легислативе у складу с оном традицијски и географски блиским развијеним земаљама, те значај банака за постизање задовољавајућег нивоа штедње и фокусирање транзиције на санацију и реструктурирање банака и цјелокупног система, у оквиру чега се је развијало и осигурање штедних депозита. Како привреде и финансијски системи транзицијских земаља заостају у развоју према развијеним дијеловима Европе и Америке, логична је доминација банака у оквиру организације њихових финансијских индустрија.

Банкоцентричност се може лако аргументовати.² Група Г7, осим Јапана, може се географски и тржишно подијелити на Сјеверну Америку и Европу. Захваљујући финансијској регулативи у Сјеверној Америци, првенствено кроз легалну подјелу пословног и инвестицијског банкарства, структура финансијске индустрије је најразуђе-нија и постоје најмање власничке везе између различитих група финансијских институција. Стога, своје богатство становништво знатно мање држи у банкама него што је то случај с развијеним европским земљама међу којима, због историјских специфичности развоја финансијског система, најмањи удјел држања богатства код банака има Велика Британија. Њемачка, с доминантном банкоцентричном легислативом и историјским развојем финансијског система, оријентисаног, првенствено, на банке, има учешће финансијске имовине коју држи становништво у банкама око једне трећине. За разлику од развијених земаља, транзицијске земље имају знатно веће учешће финансијске имовине коју становништво држи код банака. Оно се у свим земљама креће око половине укупног финансијског богатства које се држи или на обичним, или на штедним депозитима код банака. Додатно, у тим земљама значајан дио финансијске имовине становништво држи у готовини, домаћој и иностраној, која би се требала, углавном, смјестити код банака након што смање очекивања ризика ликвидности, што појачава аргументацијску снагу бројева за доминацију банака у финансијским системима тих земаља.

Неразвијени финансијски системи и простор за експанзију класичних банкарских послова очували су банкоцентричне финансијске системе транзицијских земаља од значајнијих проблема лавине пропасти финансијских институција. Како су прије кризе банке транзицијских земаља Средње и Југоисточне Европе представљале једну од најатрактивнијих инвестиција на томе подручју, тако су, уз релативно мале „витаминске” инјекције, лако пребољеле кризу и наставиле са, нешто мање, профитабилним пословањем све док се домаћинства и јавни сектор не осоколе на експанзију потрошње, јер опоравком свјетске привреде опоравиће се и оне транзицијске, прије или нешто касније. Можда ће за вријеме док опоравак не покрене нови талас

² Силвије Орсаг, Емил Михалина, „Доминација банака у финансијским системима транзицијских земаља”, у зборнику с Х. међународног симпозија *Еуропски пут БиХ у увјетима економске кризе*, Неум, 2009.

непроизводне потрошње, реални сектор нешто поправити свој положај код банака, али тешко да ће то бити значајније.

Управо због тога кризу ваља искористити као шансу. Управо би сада транзицијске земље требале направити додатне напоре у вези са развојем својих финансијских система на подручју специјализације кредитирања и проширењу основа за интензивније емисије капитала. Ови се напори неће уочити у преокретању ситуације, али могу представљати основ мултипликатора жељеног раста када се ситуација дефинитивно и преокрене.

1. Тржиште капитала

Финансијска тржишта, као дио цјелокупног финансијског система, важан су чинилац сваке привреде. Полазећи од њихове прве функције којом осигуравају временску алокацију потрошње свим учесницима,³ она морају осигурати и спаривање инвестиција с капиталом потребним за њихово финансирање и алокацију ризика тих инвестиција на оне субјекте који су их спремни претрпјети,⁴ те осигурати функционисање тржишта акцијама којима се омогућава укрупњавање капитала, кроз дугорочно увећање тржишне вриједности акција као заједнички циљ свих улагача у главнице јавних дру-

³ Полази се од временских преференција појединаца за потрошњом. Они ће одгађати потрошњу само ако очекују да ће тиме остварити већу будућу потрошњу. Стога је нужно финансијско тржиште које штедњом и кредитом (минус штедња) осигурава временску алокацију потрошње. Без обзира на неизвјесну будућност временска преференција дјелује и у сигурности тако да се механизам временске алокације потрошње одвија уз неризичну каматну стопу као резултат понуде и потражње новца која се појављује као цијена времена (одгађања потрошње) и основица је формирања свих осталих финансијских цијена. Видјети детаљније у: С. Орсаг, „Подузеће као инвеститор и као инвестиција” у *Зборнику радова са седмог међународног симпозија*, Неум, 2006.

⁴ Инвестиције, финансијске или реалне, односно неопипљиве обећавају повећање садашње вриједности потрошње, односно повећање богатства оних који их подузимају уз одређени ступањ ризика. Оне су, за разлику од штедње, одгађање потрошње уз одређени ризик гледе њихових резултата. Тако финансијска тржишта омогућавају алокацију ризика, али и његову редукуцију кориштењем диверсификације. Видјети у: Thomas E. Copeland, J. Fred Weston, Kuldeep Shastri, *Financial Theory and Corporate Policy*, четврто издање, Pearson Addison Wesley, Boston, 2005.

штава. То се остварује кроз међузависност примарног и секундарног тржишта капитала.

Са становишта привреде у цјелини, наглашена је улога примарног тржишта, које треба доводити капитал и новац у привредне субјекте, уз најниже трошкове. Тако би примарно тржиште капитала требало бити, заједно с новчаним и другим финансијским тржиштима, најбољи алокатор новца и капитала у привреди, омогућујући најбољим пословним опортунитетима одговарајуће финансирање. У том смислу би финансијско тржиште, посебно тржиште капитала, требало на најбољи начин укрупњавати минијатуризовану децентрализовану штедњу становништва, створити различите финансијске изборе за довољно профитабилне инвестицијске пројекте, смањити цјеновне и потписничке распоне као и друге трансакцијске трошкове, те тиме допринијети свеобухватном расту и развоју привреде у оквиру које је и основано.

За остварење претходно описане улоге примарног тржишта, неопходно је његово функционисање у међузависности са секундарним. Секундарно тржиште треба омогућити довољно атрактивне финансијске инструменте расположиве улагачима, спремних на одређени ниво ризика, као алтернативе „класичним” облицима штедње. Међу тим финансијским инструментима доминирају акције као финансијски инструменти директно повезани с реалним пројектима јавних акционарских друштава. Да би удовољиле својој функцији, посредовања између реалних и финансијских инвестиција, нужно се претпостављања постојање њихове ликвидности. Могућност продаје акција по очекиваним цијенама у којима је укључена чиста садашња вриједност инвестиција које предузимају јавна акционарска друштва, а које је препознало „паметно” тржиште капитала, предуслов су функционисања паметног, разборитог тржишта капитала, које може осигурати посредничку улогу предузећа, проматрану кроз његов дуалитет: инвеститор и инвестиција.

Говорећи о финансијским тржиштима, па тако и о тржишту капитала, често се, у духу теоријског промишљања, мисли на укупно тржиште које је изразито ефикасно, успјешно, тако да се приближава савршеном тржишту. Међутим, укупно је тржиште сегментирано и слојевито, а поједини сегменти су различите дјелотворности. Уобичајено се укупно тржиште разликује у вези са финансијским инструментима којима се на њему тргује, али и у вези са степеном организованости појединих тржишних сегмената. Будући да је ова расправа

фокусирана, првенствено, на акције, може се говорити и о тржишту акција, односно тржишту власничке главнице. Тржиште власничке главнице такође је сегментирано и слојевито. Ваља га барем разликовати кроз спонтано и организовано тржиште акција, односно власничке главнице јавних акционарских друштава.

Спонтано тржиште власничке главнице одвија се приватним емисијама главнице и спонтаним трансакцијама купопродаје, које укључују и различите облике преузимања, стицања и спајања као и друге пословне комбинације. Са становишта било каквог значајнијег облика примарног тржишта, доминантну улогу има индустрија ризичног капитала која путем пословних анђела, фондова ризичног капитала,⁵ технолошких паркова, пословних инкубатора и различитих облика државног потицања, представља добављаче новца и капитала за, по правилу, мала и средња предузећа, односно за оне пословне ентитете који не испуњавају строге захтјеве уврштења организованих тржишта капитала.⁶ Са становишта секундарног трговања власничким главницама предузећа чији власнички финансијски инструменти нису уврштени на организована тржишта, опет се намеће индустрија ризичног капитала. Када је та индустрија добро развијена, појединачни фондови ризичног капитала специјализују се за различите фазе у животном вијеку предузећа, полазећи од финансирања вредновања предузетничке идеје и самог оснивања предузећа, преко почетног и развојног финансирања, па до финансирања експанзије и раста све до евентуалног излажења у јавност првом јавном емисијом акција.⁷ Остале могућности секундарног трговања своде се углавном на

⁵ Марко Чижмек, Улога фондова ризичног капитала у развоју малих и средњих подuzeћа, у зборнику, Рачуноводство, финансије и ревизија у савременим господарским увјетима, Хрватска заједница рачуновођа и финансијских дјелатника, Загреб, 2002.

⁶ О индустрији ризичног капитала видјети детаљније у: Силвије Орсаг, „Финансирање малих и средњих подuzeћа”, у зборнику с 5. међународног симпозија, *Институционални оквир и реалне претпоставке за реформу финансијског система БиХ сукладно стандардима (захтјевима) Еуропске комисије*, Фироцон, Међугорје, 2010.

⁷ Видјети детаљније, на примјер, у: Colin Aarnoson, *The equity environment*, у зборнику, *Going Public, The Essential Guide to Flotation*, редакција Jonathan Eeuvid, Kogan Page Limited, London, 2003.

радничко акционарство⁸ или на различите облике стицања и преузимања приватних предузећа.

Насупрот спонтаном трговању власничком главницом, постоји оно организовано. Ради се о много гламурознијем тржишту, тржишту с добро документованом историјом и, на основу тога, предвидивом будућности. Ради се о тржишту које, у највећој мјери, одговара претпоставкама дјелотворног тржишта, а сама дјелотворност често се доказује примјеном одређених тестова дјелотворности механизма организованог тржишта капитала. У средишту тога организованог трговања налази се берза, као софистицирана организација транспарентног мултилатералног такмичења секундарног трговања. Примарно трговање одвија се у условима регулиране комуникације с инвеститорском јавношћу, а тржиште корпорацијске контроле привлачи велики дио инвеститорске јавности због регулаторних правила којима се настоје штитити мали акционари.

2. Организовано трговање главницом

Због вјеровања у дјелотворност организованог трговања и потврда постојања одређеног степена ефикасности,⁹ односно дјелотворности, барем, највећих и најразвијенијих тржишта капитала,¹⁰ не зачуђује посебна брига државе или локалне заједнице за његово одржавање, развој и што дјелотворније понашање. И код организованог тр-

⁸ Детаљније о улози радничког, односно запосленичког дионичарства у: С. Орсаг, „Опције на дионице потицај ефикаснијем управљању друштвима”, у зборнику за седмог међународног семинара у Дубровнику 2007., *Корпоративно управљање*, Ревизон, Сарајево 2008., или у: Силвије Орсаг, „Неузравни инвеститор или кратка расправа о радничком дионичарству”, у зборнику радова III међународног симпозија, *Глобализација – утјецај на финансије и рачуноводство земаља у транзицији*, Фирџон, Мостар, 2008.

⁹ Хипотезу ефикасног тржишта, као и основне облике ефикасности и могућности њихова мјерења у финансијску је економију увео Е. Ф. Фама („*The Behavior of Stock Prices*”, *Journal of Business*, January, 1965.; „*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*”, *Journal of Business*, May, 1970.).

¹⁰ Углавном велика већина тестова америчког тржишта капитала свједочи о његовој слабој, а одређени број тестова и о средњој ефикасности. За мања, као и мање развијена тржишта мање је потврда барем слабе ефикасности. Видјети приказ различитих тестова ефикасности различитих тржишта капитала у: Тајана Барбић, „Тестирање ефикасности тржишта капитала земаља средње и источне Еуропе, магистарски рад, Економски факултет – Загреб, 2009. године.

жишта власничке главнице, могуће је посматрати сегментираност и слојевитост тржишта. Без обзира на доказе ефикасности највећих и најразвијенијих тржишта и код њих је могуће уочити сулудо понашање људи,¹¹ односно еуфорично понашање Грахамовог „Господина тржишта”.¹²

2.1. Структура организованог трговања

Својим гламуром у структури организованог трговања свакако доминира берза акција и, евентуално, других хартија од вриједности. Она је, првенствено, секундарно тржиште, иако се, у одређеној мјери, преко ње одвија и дио трансакција примарног карактера. Берза би требала дјелотворно спајати различите учеснике трговања: инвеститоре, шпекуланте и арбитражере на принципима транспарентног мултилатералног такмичења. Стога би и цијене које се формирају таквим такмичењем требале, у највећој мјери, одговарати фер, односно правичним цијенама. На тај начин кретање цијена на берзи, које се уобичајено приказује одређеним индексима и просјецима, узима као индикатор кретања укупне привреде, а заједно с кретањем волумена трговања, и као израз степена оптимизма, односно песимизма улагача.

Овако описана берза претпоставља да су на њој уврштене акције јавних друштава, оних довољно велике вриједности главнице и довољне масе акција дистрибуиране широкој инвестицијској јавности да би им се осигурало активно трговање, а тако и ликвидност. Под ликвидношћу се примарно подразумева могућност продаје по очекиваним цијенама, а она је већа што је вјероватноћа очекиваних цијена већа. Уз то се захтијева активно трговање тим акцијама, и то у довољним дневним количинама да би се, са становишта малих улагача, у цјелини реализовала њихова држања. То надаље, захтијева постојање мноштва уврштених акција и алтернативних могућности улагања као што су различите обвезнице и удјели у фондовима, како би се реализовани новац могао поновно уложити, односно како би се могла модификовати инвестицијска позиција.

¹¹ Парафраза Newtonove изјаве да може предвидјети кретање небеских тијела, а не и сулудо понашање људи. Видјети у: С. Орсаг, „Мала школа инвестирања или „разумни улагач””, *Финанцијски прописи и пракса*, Фирцон, Мостар, 5/2008.

¹² Benjamin Graham, *Intelligent Investor*, komentari Jason Zweig, предговор Warren E. Buffett, коментари уз хрватско издање Силвије Орсаг, Масмедиа, Загреб, 2006.

Примарно трговање на организованом тржишту капитала одвија се под условима јавне емисије. Код већ уврштених јавних друштава на берзи, нове емисије акција могу се проводити на начин да се проспектом, који је одобрио регулатор и сама берза, позива цјелокупна инвестицијска јавност на упис и уплату новоемитираних акција, по правилу, провођењем емисије у књигама¹³ или да се, поштујући право прече куповине акција нове емисије, проведе ограничени јавни пласман, тако да се прво проспектом позову постојећи акционари на куповину новоемитованих акција, а онај дио емисије коју не прихвате првопозвани купци, нуди се цјелокупној јавности. При томе се повећање атрактивности и транспарентности емисије осигурава посредовањем инвестицијског банкарства, а цјелокупна се емисија одвија под дужном пажњом регулатора тржишта.¹⁴

Излажење у јавност је поступак којим се приватно друштво претвара у јавно акционарско друштво. Спроводи се увођењем, односно уврштавањем акција на берзу, а сам поступак често прати прва јавна емисија, односно иницијална јавна понуда акција – IPO.¹⁵ Излажење у јавност доводи на организовано тржиште нове акције, оне квантитете и квалитете која је потребна за уврштавање тих инструмената. Тако се проширује цјелокупно тржиште, чиме се омогућава већи степен диверсификације инвестиција, а тиме и квалитетније управљање инвестицијским портфолиом. Излажења у јавност су за недовољно образоване и недовољно искусне улагаче инвестиције релативно значајнијег ризика, па се убичајено и проводе уз широку подршку финансијске индустрије, и то у вријеме када је тржиште довољно „загријано” да прихвата нове акције.

Трећи сегмент организованог тржишта главнице је тржиште корпорацијске контроле, односно тржиште на којем се одвијају јавна

¹³ Опширније о томе у: R. A. Brealey and K. Nyborg, „*New equity issues and raising cash*”, у зборнику *Mastering Finance*, Financial Times Prentice Hall, London 1998.

¹⁴ Изузетак су приватне емисије дионица усмјерене искључиво на постојеће дионичаре, бонусне емисије или планови реинвестирања дивиденди, чак и уз ограничену непропорционалну дистрибуцију дионица или чак и новим дионичарима. И овдје се тражи прихваћање проспекта без обзира што се, у правилу, нити не ради о емисијама које (битно) повећавају власничку главницу друштва. Опширније о томе у Силвије Орсаг, *Вриједносни папири*, цитирано дјело.

¹⁵ Опширније о поступку излажења у јавност у: С. Орсаг, Д. Гулин, *Пословне комбинације*, Хрватска заједница рачуновођа и финансијских дјелатника, Загреб, 1998.

преузимања, те друга јавна стицања и спајања друштава, као и друге пословне комбинације. Цјелокупни процес борбе за стицање корпорацијске контроле одвија се у оквирима законски регулисаних процедура, а надгледа га регулатор тржишта, са циљем заштите малих акционара.¹⁶ Да би заштита била дјелотворна, нужно је да је битка за корпорацијском контролом оних јавних акционарских друштава чије акције и, евентуално, други утрживи инструменти финансирања имају активно тржиште и потребну ликвидност. Тржиште корпорацијске контроле има важан задатак смањивања проблема агената на релацији менаџмент-акционари, тјерајући менаџмент јавног друштва да због опасности остајања без бенефиција, стечених у друштву, воде дотично акционарско друштво у интересу самих акционара.

2.2. Живот у окружењу монопола

Организовано тржиште капитала описано је као паметно, дјелотворно тржиште. Историјски посматрано, статус таквог паметног, дјелотворног финансијског тржишта створиле су берзе акција и, евентуално, других хартија од вриједности. То им је донијело ослањање на мултилатерално такмичење купаца и продавца и очување транспарентности проведених трансакција. Строгим захтјевима уврштења друштава онемогућаван је улаз мањим и мање познатим друштвима којима је преостајало уврштење на евентуална друга локална тржишта, или пак искључиво спонтано тржиште. Подржавајући привид правичности, ма колико се она понекад чинила сулудом, берзе су постале институције од посебног друштвеног, односно државног интереса, што им је онда и омогућило изградњу посебног, монополистичког положаја средишње институције националног тржишта капитала.

Историјски посматрано, берзе су настајале као удружења трговца. Лондонска берза, на примјер, све до 1947. била је приватно друштво неограничене одговорности. Својим акционарима је доносила

¹⁶ Пријатељска спајања и припајања, договори између менаџмента друштава у пословној комбинацији у највећој мјери измичу регулираном тржишту. Опћенито их је тешко надзирати и регулирати. Њихова је дјеломична регулација везана с нужношћу да одобрења на скупштини дионичара свих друштава у комбинацији па тако подлијежу опћенитој законској регулативи везаној уз дионичка друштва. Опширније у: Орсаг, Гулин, *Пословне комбинације*, цитирано дјело.

знатне дивиденде.¹⁷ Након завршетка Другог свјетског рата, тачније 1947, претвара се у непрофитну (non for profit) организацију, као што је случај и с америчким берзама у то вријеме. Неке од берзи послова-ле су у државном власништву, или под значајним утјецајем државе на управљање, а најчешће их контролишу чланови који на њима осигуравају свој монополистички положај берзанских трговаца – само чланови могу обављати трансакције на берзи.

Стечени монопол берзе задржавају без обзира на слојевитост и сегментацију организованог тржишта капитала. Тако, на примјер, у САД постоји више берзи на савезном нивоу и одређени број локалних берзи. Ипак, традиционално није доведено у питање мјесто Њу-јоршке бурзе (New York Stock Exchange (NYSE)) на организованом тржишту. То се није десило нити оснивањем Америчке берзе (American Stock Exchange – ANEX),¹⁸ а то се није десило чак нити у случају организовања тржишта националног удружења дилера које је окупило вишеструко већи број уврштених друштава од цјелокупног система америчких берзи (NASDAQ – National Association of Securities Dealers Automated Quotations). Тако је данас, на одређени начин, NYSE прва котација организованог тржишта акција САД, с претежно уврштеним најзначајнијим америчким јавним друштвима, AMEX друга котација, локалне берзе трећа котација или котација локалних тржишта, а NASDAQ котација за мања, брзорастућа друштва која послују, по правилу, у перспективним индустријским гранама.

Слично америчком тржишту, видљиво је и на другим великим и развијеним тржиштима. Разлика је у томе што се на европским тржиштима у оквиру централне берзе организује неколико котација, по узору на некадашње британско нелистајуће тржиште, које имају слабије услове уврштења од прве, званичне котације како би се осигурао приступ тржишту капитала и мањим друштвима.¹⁹ То, наравно, не искључује постојање и локалних берзи, уз централну националну берзу.

¹⁷ М. Ханжековић, *Вриједносни папири и њихово тржиште*, Институт за јавне финансије – Загреб, Загреб, 1989.

¹⁸ Практички су AMEX основали трговци који су на плочнику испред данашње бурзе, а у близини Wall Streeta трговали са дионицама које нису биле уврштене на NYSE. М. Ханжековић, *Вриједносни папири и њихово тржиште*, цитирано дјело.

¹⁹ *The Unlisted Securities Market, A Selection of Articles from the Investment Analyst*, редакција John Goodchild and Paul Hewitt, The Society of Investment Analysts, London, 1989.

2.3. Савремено окружење организованих тржишта капитала

Савремено окружење берзи, односно шире, организованих тржишта капитала, описују процеси глобализације свјетске привреде, посебно на подручју финансија. Глобализацију је пратила хармонизација услова пословања, као и хармонизација финансијског извјештавања, прилагођена интересима растуће мултинационалне финансијске индустрије, те различити интеграцијски процеси између држава и различити облици привредних савеза. Све је то било додатно потакнуто новим либерализмом, и интерним и екстерним, односно органским и неорганским растом финансијских институција које су почеле пословати на глобалном међународном тржишту, организујући се у својим подружницама према условима и регулативи појединих држава. На тај начин су мултинационалне финансијске институције започеле с рушењем традиционалних баријера које су осигуравале монопол берзама као фундаменталним институцијама националних тржишта капитала.

Паралелно с процесима глобализације и либерализације, те рушења баријера националних тржишта капитала, одвијале су се и бурне технолошке промјене, условљене наглим развојем електронике, нарочито на подручјима телекомуникација, те информатизације и интернетизације цјелокупног свијета. Са становишта дјеловања берзи, појавиле су се нове електронске платформе трговања. Оне нису угрозиле централни положај берзи и монопол уврштења акција, али су натјерале берзе на увођење електронског трговања, без обзира на настојања, нарочито америчких берзи, за континуирано подржавање традиционалног трговања, директним извикивањем курса на паркету берзе. Са становишта брокерских кућа чланица берзи, развој технологије изазвао је одређену конкуренцију, настајањем е-брокера преко којих појединци могу трговати директним давањем налога, путем компјутера, уз знатно смањење трансакцијског трошка.

Глобализација коју је пратио раст мултинационалних друштава, и, посебно, мултинационалних финансијских институција постепено су мијењали окружење пословања берзи. Најприје је започео тренд паралелног уврштавања јавних акционарских друштава и на берзе изван домицилних тржишта капитала. Осим што су таква уврштења била мотивисана настојањем прибављања капитала на глобалном тржишту, та су уврштења била значајно повезана с растућим таласом стицања и спајања, те преузимања друштава на међународном нивоу. Паралелна уврштавања јавних акционарских друштава на недоми-

цилна тржишта капитала постепено су уводила конкуренцију у некадашње доминантно монополистичко окружење пословања берзи.

Убрзавањем промјена окружења пословања, постепено су се трансформисале берзе: од непрофитних (не с циљем профита) институција, у профитно оријентисана друштва. Профитну оријентацију берзи потврђују и уврштавања њихових акција на организовано трговање. Та промјена оријентације и пословне филозофије, уопште, појачала је конкуренцију међу берзама и подстакла талас пословних комбинација међу берзама које се огледају: почевши од различитих облика међусобне пословне сарадње, до различитих облика стицања и спајања. Раст нових економија Азије интензивирао је оснивање нових организованих тржишта акција и других хартија од вриједности, као и повећан значај тржишта у настајању, односно, популарним жаргоном, емерзивних тржишта. Настајање нових тржишта отворило је питање њиховог самосталног дјеловања у будућности и спекулације о проширењу таласа пословних комбинација и на та тржишта.

Тенденције сличне глобалнима, које су створиле окружење које је изазвало промјене пословне филозофије и пословне стратегије националних организованих тржишта капитала, могу се уочити и на европском тржишту капитала. Тако су и европске берзе све више профитно оријентисане, као што и њихове акције постају предметом трговања. Уз профитну оријентацију, значајно расте сарадња европских берзи и њихово повезивање кроз различите облике пословних комбинација. Исто тако, присутна су паралелна уврштења јавних друштава на различита недомицилна европска тржишта, као што је присутно и бујање нових берзи европских транзицијских земаља. С једне стране, специфичности европског тржишта капитала огледају се у самим интеграцијским процесима, са тенденцијама једне Уједињене Европе. С друге стране, специфичности се огледају у настајању нових берзи у свим транзицијским земљама Европе.

Пад Берлинског зида једна је од доминантних сличица које описују нестајање комунистичких режима у Европи, без обзира што је до демократских силница у тим земљама долазило и раније. Ова сличица представља и почетак доминантног процеса транзиције, тако насталих нових европских демократија. Једна од карактеристика тих процеса јесу и настајања нових европских тржишта капитала, односно нових европских берзи. Може се говорити и о процесима рефирмација берзи, затворених за вријеме владавине бивших режима. Како је транзиција различито започињала и имала различите интензитета настала су бројна тржишта хетерогене структуре према степе-

ну развоја и величини. Осим пољског и, наравно руског и украјинског тржишта, по правилу се ради о малим тржиштима, још увијек недовољно развијеним, како по ширини, тако и по дубини тржишта. При томе се, по правилу, данас ради о доминантно једној националној берзи у свакој од транзицијских држава.

Европско тржиште капитала у савременим условима обиљежавају интеграцијски процеси. Једна од интеграцијских силница је напредак технологије који убрзава трговања и смањује трансакцијске трошкове, а подстичу га и друге силнице. Једна од њих је свакако интензивнија хармонизација регулативе у свим подручјима привреде, а тако и на подручју тржишта капитала. Хармонизација регулативе додатно омогућава конкуренцију институција тржишта капитала, али и условљава потребу њихове сарадње како би се омогућило финансирање заједничког европског тржишта капитала. Постепено преузимање заједничке валуте од више чланица еврозоне додатно смањује валутне ризике и придонosi интеграцијским процесима на европском тржишту капитала.

Интеграцијске силнице европског тржишта одражавају се на нова транзицијских тржишта, без обзира на различитост њихова положаја у интеграцији Европе. Неке од њих већ су чланице Европске уније, неке су на прагу чланства, а неке још релативно далеко. Развијеност домаћег организованог тржишта нужно не кореспондира са степеном интегрираности у уједињеној Европи. Прихватајући стандарде регулативе финансијских тржишта, транзицијске земље нужно придоносе интеграцији својих (емерзивних) тржишта с европским, али и интеграцији с глобалним тржиштем капитала. Процеси се огледају у заједничким играчима на тим тржиштима, транснационалним интеграцијама финансијских институција, усклађивању с регулативном Европске уније и свјетског тржишта капитала што све придонosi интензивирању дјеловања закона једне цијене на широком простору националних тржишта капитала традиционалних чланица Европске уније и транзицијских земља.

3. Интермецо – транзицијске финансијске приче

Домаће финансијско тржиште расло је и развијало се у оквиру транзицијске стварности, различитим интензитетом, те различитом дубином и ширином. У том је смислу оптерећено наслеђем и очекивањима у чијим комбинацијама настају зачеци савремене финансијске индустрије у транзицијским земљама. Утицај транзиције и при-

ватизације, с једне стране, те директних страних улагања, с друге стране, може се описати типичним прозним сликама које карактеришу транзицијско домаће финансијско тржиште,²⁰ односно неке његове досадашње фазе развоја.

²⁰ Сlike су посуђене из: Силвије Орсаг, „Регулација тржишта”, у зборнику 40 Симпозија: Усклађивање хрватског рачуноводственог и финансијског законодавства с правном стечевином Еуропске уније, Хрватска заједница рачуновођа и финансијских дјелатника, Загреб, 2006., стр. 93-100.

Слика 1: Финансијске кризе на домаћи начин: Финансијски инжењеринг, стара девизна штедња, банкарска криза, докапитализација преузете банке од иноземног „стратешког партнера” уз цијене дионица ниже од оних код преузимања, пропадање портфеља на валутном терминском тржишту, пресуде темељем претпостављене неуставности само су неки од облика појављивања различитих стресова на домаћем финансијском тржишту. Неки од тих стресова озбиљно су угрозили финансијски систем с опасношћу ланчаних реакција на цјелокупну привреду. Неке су пратиле неспремне реакције које су само продубљивали кризу, друге правовремене мудре реакције којим је криза ријешена прије самог јављања. Оне треће можда ће се суочити с обједињеним финансијским заштитарима.

Слика 2: Разуђеност финансијске индустрије на домаћи начин: Једну банку преузела је Банка сељачка слога, д.д. из Еча из пријатељске сусједне нам Блитве. Банка сељачка слога Загреб основала је брокерску кућу Сељачка слога брокерс, д.о.о. и продала је Банци сељачка слога, д.д. из Раца из сусједне нам пријатељске Блитве. Банка сељачка слога Загреб основала је и Стамбену штедионицу сељачка слога, д.д. коју је продала Стамбеној штедионици сељачка слога из Еча, д.д. из пријатељске сусједне нам Блитве. Банка сељачка слога, д.д. из Инца из пријатељске сусједне нам Блитве основала је у Загребу Лизинг сељачка слога, д.о.о. Коначно, Сељачка слога инвестмент банк из Раца из пријатељске нам сусједне Блитве основала је у Загребу Сељачка слога инвестмент банк, д.о.о. Тако је у транзицијском Загребу основано пет специјализираних финансијских твртки. Оне су, додуше, потпуно у страном власништву али то нам је пријатељска сусједна земља. Добро је што свака од твртки има различитог власника тако да се је појачала конкуренција на домаћем финансијском тржишту у правцу разбијања банкарског олигопола.

Слика 3: Трансфер сувремених финансијских технологија на домаћи начин: Једну већу домаћу банку преузео је банкарски ланац из сусједне нам и пријатељске Блестоније и донио им могућност кориштења Лотус таблице за унакрсна прерачунавања који се може користити и на сувременим рачуналима из серије 286 чиме се битно поправио рачунални операцијски систем домаће банке. Моћна Блатвијска земаљска банка преузела посрнула али санирану домаћу банку и у њу увела сувремену технологију интерне контроле и интерне ревизије, након чега је из само њима познатих разлога препустила ту банку домаћој влади за један новчић. Инвестицијска твртка са егзотичних нам Силванских отока преузима полу-пропале домаће банке у које ће увести револуционарно пословање с картицама темељем искуства са сличним трансакцијама обављеним у додуше не сусједним али пријатељским транзицијским земљама на заједничком путу за Еуропу, ма гдје она била.

Дио тог тржишта је и домаће тржиште капитала, које има својих карактеристичних сличица као што је, на примјер, била најава оснивања треће берзе у Хрватској, или постојање двије берзе и три регулатора тржишта капитала у Босни и Херцеговини. Међутим, те су сличице уобичајено мање скандалозне него оне описане уз финансијско тржиште уопште. Да ипак све не би било претјерано милозвучно, побринуле су се „госпође” транзиција и приватизација, које су у сарадњи с „господином” правосуђем дали благи скандалозни „гланц” историји домаћег тржишта капитала у транзицијским условима. Наравно да се овдје не занемарује нити допринос политике, као једне од најстаријих дјелатности у историји човјечанства. Насупрот томе, то је исто тржиште у одређеним околностима дало назнаке могућег кориштења у процесима реструктурирања привреде,²¹ као и за другачије финансирање домаћих јавно држаних акционарских друштава.²²

Криза је додатно утицала на окружење тржишта капитала транзицијских земаља. Представници берзи гледају искључиво на повећање промета, па се залажу за приватизацију преко берзи, емисију државног дуга преко берзи, продају мањинског власништва државе преко берзи и било шта друго како би се повећао обим трговања и оправдало постојање берзе. Власници берзи, брокерске куће, посебно оне изван банкарских група, виде могућност зараде њиховом продајом некој већој берзи, у условима када су им профитни изгледи тако и тако ниски. Владе се углавном брину за доказивање како су све урадиле за излаз из кризе, па је питање будућности берзи за њих споредне природе, баш као и за опозицију која своју критику обликује доказујући како владе нису довољно учиниле за излазак из кризе. Углавном, никога не брине судбина берзи и домаћег организованог

²¹ На примјер, купонска приватизација у Републици Хрватској гдје је домаће тржиште капитала показало како може служити у реструктурирању посрнутих предузећа и да може развијати поступке и инструменте реструктурирања примјерене ситуацији на тржишту. Могуће је говорити и о одређеном напретку приватизације преко механизма тржишта капитала.

²² Поново се за илустрацију тврдње може узети новија пракса тржишта капитала у Републици Хрватској. Тако је у вријеме најдужег и највећег раста хрватског тржишта капитала, посебно након провођења приватизације великих пословних субјеката понудом преко тржишта капитала, дошло до интензивирања примарног тржишта капитала кроз неколико успјешно проведених иницијалних јавних понуда приватно држаних акционарских друштава на тржишту.

тржишта капитала и стратегије развоја домаће привреде након кризе. Најбоље нека стратегију развоја домаће привреде и берзи одреде странци.

4. Мала тржишта капитала

Доминантна економска и, посебно, финансијска теорија окренута је изучавању и објашњењу великих националних економија и на њима темељених великих организованих тржишта капитала. У фокусу разматрања је, најчешће, организовано америчко тржиште капитала и његове берзе, односно америчко тржиште преко шалтера као најшира котација америчких јавних акционарских друштава. Тако се велико тржиште, унутар развијене националне економије и уз дуготрајну традицију берзи и дилерског трговања хартијама од вриједности, чини изразито успјешним, а може се и сматрати довољно успјешно, осим у условима када је претјерано прегријано, или пак претјерано охлађено. Због наглашене величине може се једноставно устврдити како је успјешно тржиште засновано на игри великих бројева. Насупрот томе, мноштво је малих тржишта капитала, која листају акције јавних друштава у различитим условима развијености националне привреде, али и различите традиције тржишне утакмице и традиције организованог трговања акцијама и другим хартијама од вриједности.

4.1. Успјешно тржиште – игра великих бројева

Успјешност финансијских тржишта, посебно тржишта капитала, зависи од економије великих бројева. Игра великих бројева нужна је, како за успјешно функционисање примарног, тако и за успјешно функционисање секундарног тржишта капитала. Игра великих бројева, или економија обима важна је и за примјену одговарајућих техника управљања инвестицијама и инвестицијским портфолијима.

Економија размјера потребна је код емисије акција и других инструмената како би се смањили трошкови информацијског јаза, односно асиметричности информација између емитената и потенци-

јалних инвеститора.²³ Смањивање информацијског јаза одвија се преко механизма јавне емисије и емисијског проспекта. За то важну улогу имају послови инвестицијског банкарства, односно послови веле-трговина хартијама од вриједности.²⁴ Само мноштво емисија акција и других вриједносних хартија може створити респектабилно инвестицијско банкарство, које ће осигурати довољан ниво повјерења у такве финансијске институције и информације које објављује акционарско друштво, а за чију исправност гарантује управо инвестицијско банкарство. У пракси развијеног тржишта капитала, то се све може посматрати кроз обављање потписничке функције инвестицијског банкарства.²⁵ Директни и индиректни трошкови које имају инвестицијски банкари обављајући потписивање, у значајној су мјери фиксног карактера, тако да је за успјешну емисију потребна значајна емисијска вриједност, која ће спустити потписничке и друге трошкове на ниво који гарантује успјешност емисије наспрам других облика финансирања. Слично потписничким трошковима, понашају се и трошкови везани уз само обликовање емисије и дистрибуцију емитованих вриједносних хартија, тако да се поновно намеће економија размјера као нужна претпоставка минимализације трошкова емисије акција и других хартија од вриједности.

Како би секундарно тржиште омогућило довољну атрактивност уврштеним хартијама од вриједности, поновно је неопходна економија размјера. Неопходно је постојање значајније количине појединачних хартија од вриједности како би могле стално циркулисати купопродајним каналима секундарног тржишта, за осигурање њихове ликвидности, са становишта малих инвеститора.²⁶ Осима мини-

²³ Опширније о информацијским потребама за одговарајућу ефикасност тржишта у: Laurent Germain, „*Market efficiency: a mirror for information*”, у зборнику *Mastering Finance*, Financial Times Prentice Hall, London 1998.

²⁴ R. A. Bready and K. Nyborg, „*New equity issues and raising cash*”, у зборнику *Mastering Finance*, Financial Times Prentice Hall, London 1998. Или B. Prodhon, *The Board and Financial Management*, Business Books Limited, London, 1979.

²⁵ О потписничкој функцији и преузимању ризика емисије опширније у: Силвије Орсаг, *Вриједносних папери*, цитирано дјело.

²⁶ Ликвидност постоји ако је дневни промет довољан да осигура особи која не држи велики блок акција, односно малом инвеститору, могућност њихове продаје по очекиваној цијени. Што је вјероватноћа остваривања те цијене већа, већа је и ликвидност такве акције. Опширније у: Силвије Орсаг, *Вриједносни папери*, цитирано дјело.

малне количине појединачних инвестиција, за одржавање активног тржишта потребан је и велики ниво развијености трговине на мало како би се осигурао неопходан ниво конкуренције пружања услуге, а самим тиме и како би трансакцијски трошкови, релативно посматрани, били што је могуће мањи, те како би се исплатила и сама производња информација о уврштеним вриједносним хартијама на тржишту, а које би континуирано смањивале информацијски јаз.

Економија великих бројева неопходна је и за успјешно формирање цијена на тржишту. Наиме, за ефикасно тржиште, барем у слабом облику, нужно је да се цијене акција и осталих инвестиција на тржишту у кратком року крећу по обрасцу случајног хода. Другим ријечима: тренутне цијене не слиједе никакве прошле обрасце јер су у њима већ уграђене све информације о кретању прошлих цијена.²⁷ Уз мале бројеве инвеститори се морају оријентисати на мањи број расположивих инвестиција, тако да је, што је мање расположивих инвестицијских избора, већа вјероватноћа да се појављују неки обрасци кретања условљени стандардом дистрибуцијом новца међу појединцима и институционалним инвеститорима, као и другим аномалијама тржишта.²⁸ С друге стране, економија великих бројева вриједи и у вези са мноштвом инвеститора који се појављују на великим развијеним тржиштима капитала, што битно смањује вјероватноћу да ће се у кратком року инвеститори одредити за улагања у само један ограничени број инвестиција.

Постојање мноштва инвестицијских избора, неопходно је за потребан ниво диверсификације улагања која би успјешно елиминисала несистематске ризике улагачима.²⁹ Без такве претпоставке пасивна стратегија управљања портфолиом не осигурава довољно стабил-

²⁷ Зато је немогуће побједити тржиште техничком анализом, дакле изградњом стратегије трговања која се заснива на обрасцима кретања цијена. О техничкој анализи опширније у: John J. Murphy, *Technical Analysis of the Financial Markets, A Comprehensive guide to trading methods and applications*, New York Institute of Finance, 1999.

²⁸ Аномалије дјеловања тржишта капитала изучавају бихевиористичке финансије. Види у: Силвије Орсаг, „*Бихевиористичке финансије*”, у зборнику с XI. међународног симпозија *Европски пут БиХ у функцији развоја*, Неум, 2010.

²⁹ Ризике који су резултат околности које утичу искључиво на једно, или само на неколико друштава тако да се могу елиминисати довољно дубоком диверсификацијом. Опширније у: Силвије Орсаг, *Вриједносни папири*, цитирано дјело.

не приносе. Надаље, за успјешно кориштење индекса и просјека као инструмената анализе инвестиција, инструмената управљања инвестицијама и инструмената контроле професионалних управитеља инвестицијским портфолијима, поново захтијева значајан број акција који ће обликовати индексе за које је могуће очекивати да ће у највећој могућој мјери бити очишћени од несистематских ризика. Како би услуге управљања инвестицијама биле цјеновно приступачне великом кругу појединачних инвеститора, поново је потребна игра великих бројева.

4.2. Проблем малих бројева и транзицијских услова

Када се посматрају тржишта капитала малих економија, нужно се јавља проблем малог броја респектабилних друштава чије би се акције и други инструменти могли уврстити на организовано трговање. Мали број понуђених инструмената смањује број инвестицијских избора, смањује домете диверсификације и могућности управљања инвестицијским портфолијима на начин како то захтијевају правила професије. Мали број респектабилних друштава изазива и проблем мјерења кретања тржишта и могућности кориштења тржишних индекса и просјека као бенцмарк за вођење портфолија, јер су често под доминантним утицајима кретања цијена само неколико друштава. Мали број уврштених акција на организовано тржиште смањује могућности гранске и друге специјализације аналитичара на тржишту. То се поново одражава на трансакцијске трошкове и производњу информација о уврштеним инвестицијама, јер не постоје могућности поређења.

Проблем малих бројева налази се и на страни потражње за инвестицијама. Мали број потенцијалних инвеститора, с једне стране, ограничава успјешност прибављања капитала јавном емисијом вриједносних хартија, а, с друге стране, смањује ниво потребног трговања која би осигурао да секундарно трговање буде довољно активно и да се створи ликвидност понуђених инвестиција на нивоу који би привукао мање агресивне штедише на алтернативна улагања. На тај се начин мала тржишта капитала морају континуирано борити с проблемом ликвидности, како цијелог тржишта, тако и појединачних хартија од вриједности. Због немогућности игре великих бројева, на таквим ће тржиштима трансакцијски трошкови представљати додатне препреке континуираном репозиционирању инвеститора.

Због свега тога може се провоцирати дјелотворност малих тржишта, као и формирање цијена инвестиција на тим тржиштима у кратком року, према обрасцима случајног хода.

Мала тржишта капитала настала у Централној и Југоисточној Европи могу се описати као емерзивна тржишта, односно тржишта у настајању, која су оптерећена транзицијским процесима цјелокупних привреда у оквиру којих су настала.³⁰ Како се ради углавном о малим тржиштима, с изузетком пољског, сва су значајно оптерећена проблемом немогућности одвијања организованог трговања, заснованог на великим бројевима. Пракса развијених европских малих тржишта капитала показује како је и у таквим условима могуће организovati транспарентно тржиште, које ће, у великој мјери, омогућити предузећима проширење финансијских избора, а појединцима могућност атрактивног инвестирања, без улажења у предузетничке процесе. Међутим, и та респектабилна мала тржишта капитала данас притишћу промијењене околности, па су присиљена на међусобну сарадњу, као и на сарадњу с великим европским тржиштима, односно са паневропским тржиштем у настајању, које се већ дјелимично може видјети на тржишту обвезница. У том се смислу намеће питање: постоји ли уопште вријеме које би омогућило одговарајући развој малих европских емерзивних тржишта без икакве сарадње са себи сличним тржиштима, са другим појединачним тржиштима, односно с европским тржиштем капитала у настајању? При томе треба имати у виду не само намјере домаће индустрије инвестиција, већ и појачану конкуренцију и појачане аквизицијске процесе на свјетском тржишту капитала.

5. Провоцирање будућности малих тржишта

Један од могућих сценарија будућности малих емерзивних европских берзи је и настављање њиховог самосталног пословања. Ако би то био резултат искључиво повезан с одржавањем „националног по-

³⁰ Прецизности ради, у већини тих држава постојале су берзе у раздобљима прије завршетка Другог свјетског рата. Напуштањем тржишног начина привреде у тим државама, односно на тим просторима, затворене су берзе и друге институције тржишта капитала. Због релативно дугог раздобља од затварања па до поновног оснивања берзи, може се говорити да на тржиштима капитала у тим земљама не постоји традиција берзанског трговања.

носа”, један од могућих, чак и вјероватних, исхода таквог сценарија је постепено одумирање тржишта, нарочита ако се узму у обзир и неминовни интеграцијски процеси у оквиру идеје о уједињеној Европи. Како би се сачувале од стагнације и постепеног пропадања, такве би мале локалне берзе морале ући у процесе специјализације којима би се усмјеравале на специфичне тржишне сегменте, с нужном последицом релативно високих трансакцијских трошкова. Вјероватни сегмент специјализације било би тржиште мањих брзорастућих предузећа и, евентуална, додатна специјализација према организовању индустрије ризичног капитала. Не улазећи у расправу о потреби развоја тржишта и на споменути сегментима, трошкови такве специјализације могли би се редуковати ако би берзе задржале и послове с транспарентним дијелом јавних акционарских друштава.

Други могући сценарији будућности малих емерзивних европских берзи везани су уз сарадњу с другим развијеним и/или емерзивним тржиштима. При томе, основа сарадње може бити уговор, односно споразум или, пак, удруживање капитала, односно преузимање емерзивних берзи као профитабилних акционарских друштава, односно друштава с потенцијалима профита за преузимааче. Када се ради о споразумној сарадњи, она се може одвијати на равноправним основама, али и уз наметање одређене лидерске позиције развијенијих тржишта. Први корак у тој споразумној сарадњи свакако је омогућавање унакрсног листања јавних друштава из регије на домицилним тржиштима. Напреднији облици сарадње требали би омогућити регионално листање акција, па све до различитих интензивнијих облика сарадње и међусобних спајања.

5.1. Унакрсно листање

Унакрсно листање акција (cross listing of shares) настаје када се акције друштава листају на једној или више берзи као додатак за листање на домаћим берзама. Примјери таквог листања јесу, International Depositary Receipt (IDR) и Global Registered Shares (GRS). Унакрсно листање је изворно у домени одлуке јавног друштва које, уз своје примарно листање на берзи у земљи гдје је основано, затражи и секундарно листање на берзи у некој другој земљи. На примјер, многа велика канадска друштва паралелно се листају уз домицилну берзу у Торонту на америчким берзама. Исто тако су се највећа хрватска јавна друштва паралелно уврштавала уз листање на Загребач-

кој берзи и на секундарно листање у Лондону. Унакрсно листање односи се и на паралелно листање на два или више домаћа тржишта, као што је био случај с многим хрватским јавним друштвима у вријеме када је, уз Загребачку берзу, постојала и Вараждинска берза.

Мотив за унакрсно листање јавна друштва могу пронаћи у лакшем и јефтинијем прибављању капитала. Roosenboom и van Dijk истичу слиједеће мотиве унакрсног листања:³¹ (1) тржишна сегментација, под чиме подразумијевају могућност снижавања трошка капитала због боље приступачности акција глобалним инвеститорима чији је приступ, иначе, ограничен сегментирањем тржишта преко националних берзи; (2) ликвидност тржишта, под чиме подразумијевају додатну редуцију трошка капитала због листања на дубљим и ликвиднијим тржиштима; (3) унапријеђеном објављивању информација, под чиме подразумијевају прихваћање ригорознијих и софистициранијих стандарда финансијског извјештавања, а тиме и потпуније комуникације с инвеститорима; (4) заштита инвеститора, под чиме се поново подразумијева користи од унапређенија заштите инвеститора због ригорозније регулативе на недомицилном тржишту; те (5) остале разлоге као што су бољи третман на тржиштима робе и рада, улажење у стране пословне комбинације и сл.

Унакрсно листање повезано је и с трошковним недостацима. Они се могу односити на додатне захтјеве за комуникацијом с инвеститорском јавношћу, додатне трошкове извјештавања и осигурања захтјева за јавним објављивањем података и информација. У том се смислу још увијек води расправа о томе колико је, примјерице, NYSE постала мање атрактивна за унакрсно листање увођењем повећаних захтјева кроз имплементацију Sarbanes-Ohley act-a.³² Иако расправе још увијек нису резултирале стандардним налазом, уочено је да су мања акционарска друштва једним дијелом замијенила унакрсно листање у Америци с унакрсним листањем у Великој Британији, док велика друштва и даље настоје остварити користи кроз заштиту и

³¹ Roosenboom, Peter, and Mathijs A. van Dijk, „The Market Reaction to Cross-Listings: Does the Destination Market Matter?” *Journal of Banking and Finance*, 2009, 33, 1898-1908.

³² Видјети расправу: Doidge, Craig Andrew, Karolyi, George Andrew and Stulz, Rene M., „Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices over Time”, (July 2007). ECGI – Finance Working Paper No. 173/2007.

транспарентност коју осигурава америчко тржиште.³³ Наравно да се, уз наведене трошкове, ту ради и о додатним накнадама трошкова листања на другој берзи.

Насупрот трошковима унакрсног листања, могу се поставити користи које се на тај начин могу остварити на кретање цијена јавног акционарског друштва чије акције су уврштене на унакрсном листању. Углавном су истраживања тих користи везана за унакрсно листање неамеричких јавних акционарских друштава на америчком тржишту. Већина тих студија налази да унакрсно листање неамеричких јавних акционарских друштава на америчким тржиштима позитивно утиче на цијене њихових акција.³⁴ Истраживања учинака унакрсног листања, углавном на лондонском тржишту, за хрватска јавна акционарска друштва на кретање цијена и на респектабилност тих акција, нажалост се нису проводила.

Док је унакрсно листање истражено барем за секундарним листањем на америчким тржиштима, о унакрсном листању на емерзивним тржиштима нема општеприхваћених доказа. Осим учинака тржишне сегментације којима би се смањиле међународне баријере за инвеститоре из регије, требало би очекивати и додатне учинке кроз својеврсно проширење тржишта и повећање инвестицијских избора, а вјероватно и кроз повећање финансијских избора за предузећа на примарном регионалном тржишту капитала. Унакрсно листање требало би и за мала, емерзивна тржишта у транзицијским земљама Средње и Југоисточне Европе омогућити одређене учинке економије великих бројева.

5.2. Регионална котација

Регионална котација акција је напреднији облик унакрсног листања. Ријеч је о дубљој и интензивнијој сарадњу малих емерзивних тржишта транзицијских држава регије бивше државе. Оваквим видом сарадње би могло створити тржиште које би интензивније користило учинке економије великих бројева. Мотив такве сарадње је уна-

³³ Piotroski, Joseph D. and Srinivasan, Suraj, „*Regulation and Bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings*” (January 2008). Raspoloživo na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=956987>

³⁴ Miller, Darius, „*The market reaction to international cross-listings: Evidence from depositary receipts*”, *Journal of Financial Economics* 51, 1999, 103-123.

пређење основних функција организованих тржишта на нивоу привреда земаља у регији, првенствено снижавањем трошка капитала за уврштена јавна друштва на такву регионалну котацију. Мотиве би могла пронаћи и тржишта својом визијом опстанка и развоја у условима конкуренције, те финансијска индустрија регије повећањем дјелокруга пословања и могућношћу повезивања без угрожавања слободе тржишне утакмице. Од тога би имали користи и инвеститори стварањем довољног броја инвестицијских опротунитета за провођење успјешне диверсификације и кроз смањење трансакцијских трошкова.

Интензивнија сарадња берзи у регији, осигурањем регионалног листања, требала би утицати на снижење трансакцијских трошкова. У том смислу, проблеми са којима су суочена јавна друштва увођењем својих акција на друга недомицилна тржишта, требали би се готово занемарити. На примјер, регионални и други административни захтјеви, као и захтјеви у вези са комуникацијама са инвеститорском јавношћу се, тако и тако, хармонизују, ради настојања свих земаља регије за потпуном интеграцијом у Европску унију. Због различитог степена развоја привреда и самих тржишта капитала, инвеститори из регије су постепено улазили и на друга тржишта, слиједећи већ уочене обрасце понашања на домаћим развијенијим тржиштима. Због заједничке историје, мноштво друштвених, политичких и економских процеса одвија се по сличним обрасцима, чиме је омогућено лакше разумијевање збивања на тржиштима и реакција на одређене информације из окружења.

5.3. Други облици сарадње и повезивања малих тржишта

Умјесто сарадње на нивоу регије, могућа је сарадња с другим групама тржишта у Средњој и Југоисточној Европи. Та се тржишта могу груписати на развијена и неразвијена. Тако би развијенија тржишта, на примјер, хрватско и словенско, логично требала сарађивати с развијенијим тржиштима, на примјер са мађарским и чешким, док би мање развијена требала тражити мање развијене партнере, на примјер бугарско и румунско тржиште. Облици сарадње могли би бити унакрсно листање, заједничка котација акција, или неки развијенији облици сарадње међу тим тржиштима.

Сарадња емерзивних тржишта може се остварити и с развијеним мањим европским тржиштима. Због историјског и географског зна-

чаја за регију, намеће се аустријско тржиште. Оваква сарадња претпоставља асиметричност, јер је логично очекивати интензивнији утјицај развијенијег тржишта, барем лидерством у сарадњи развијенијом индустријом вриједносних хартија, постојањем веће транспарентности и веће заштите инвеститора. Уз стварање заједничке котације, вјероватно се може очекивати и постепено удруживање тржишта. Иако се овакав сценариј може, због националног сентимента, посматрати као неповољан за поједина емерзивна тржишта, чињеница је да су очекивани учинци на побољшању тржишта капитала, и за емитенте и за инвеститоре, већи, јер се заснивају на већ истраженим користима унакрсног листања на ефикаснијим тржиштима.

Сарадња између тржишта у регији може резултирати различитим процесима њиховог добровољног удруживања спајањем, односно, уз изразитије дјеловање лидерства, припајањем. Припајање је логичан резултат интензивирања сарадње емерзивних с развијеним тржиштима. Међутим, како су се дебитна тржишта капитала трансформисала у профитабилна, односно друштва с профитним потенцијалима, може се очекивати и сценариј који ће се заснивати на непријатељским интеграцијама, кроз процесе стицања и преузимања малих емерзивних берзи. При томе се може и очекивати пристанак оснивача и власника тих берзи како би повећали своје, релативно слабе, профитне изгледе.

6. Финале – цртица о регионализацији малог европског емерзивног тржишта

Регионална сарадња између малих, емерзивних тржишта капитала европских транзицијских земаља свакако је очекивани и пожељни сценарио развоја таквог регионалног тржишта капитала стварањем користи и за емитенте, снижавањем трошкова капитала, и за инвеститоре, већом ликвидношћу, транспарентношћу и заштитом њихових интереса. У том се смислу регионална котација акција и, евентуално других вриједносних папира, може означити и својеврсним условом преживљавања локалних берзи у регији, али и једним од предуслова њиховог прерастања из фазе емерзивних у релативно развијена организована тржишта капитала. Исто тако, не би требало *a priori* негативно посматрати процесе њиховог добровољног спајања и припајања, као ни процесе јавног стицања или, чак, преузимања с циљем формалне ликвидације легалног ентитета ако то не би имало

за посљедицу смањивање финансијских избора за локална јавна акционарска друштва, што је, ипак, релативно тешко очекивати.

Између свих малих емерзивних тржишта у транзицијској регији истиче се, својим посебностима, тржиште капитала у Босни и Херцеговини. Организовано трговање акцијама (и другим хартијама од вриједности) одвија се под регулаторном „паском” три комисије за вриједносне папире (хартије од вриједности) и под „паском” мноштва паралелних других тијела с подручја финансијске супервизије. Надаље, организовано трговање акцијама (и другим хартијама од вриједности) обавља се на двије берзе, с пратећом инфраструктуром клириншких кућа (регистара хартије од вриједности) и са ипак различито организованом финансијском индустријом. На то тржиште утичу паралелне интеграцијске и дезинтеграцијске политичке силе. Једне упорно настоје изградити хармонизацију услова и регулације, а друге ограничавају домете и могућности остваривања интеграцијских процеса. Економске и друге интеграцијске силе, чини се, потиснуте су у други план дјеловања на успостављање ширег, транспарентнијег, ликвиднијег и успјешнијег тржишта капитала.

Тржиште капитала у Босни и Херцеговини, у смислу расправе о регионалној сарадњи малих емерзивних тржишта транзицијских земаља, може се означити као регионализирано мало емерзивно тржиште европске транзицијске земље. Парадоксалност овог описа може се тешко ублажити, без обзира на напоре учињене на хармонизацији услова и прописа, те хармонизацији организованог провођења регулације тржишта и финансијске супервизије, уопште. За успјешно дјеловање финансијских тржишта неопходна је игра великих бројева, што посебно вриједи за успјешно и транспарентно дјеловање организованог тржишта капитала. Регионализација тржишта једне мале транзицијске земље уситнила је и тако и тако игру малих бројева, својствену малим тржиштима капитала. Сарадња и интеграцијски процеси нужна су претпоставка било каквој спекулацији о будућем развоју тога тржишта капитала, било у контексту регионалног повезивања, било у контексту осталих интеграцијских процеса.

Неопходност сарадње и интеграције тржишта капитала у Босни и Херцеговини не треба посебно елаборирати. Друго је питање како ослободити силе које ће потакнути и развијати интеграцијске процесе. Један од мотива за хитно дјеловање требали би бити европски интеграцијски процеси који се, између осталог, одвијају кроз економске интеграцијске процесе, независне од политичких договора и по-

литички иницираних интеграцијских процеса. Парадокс описа тржишта капитала могао би се и појачати на начин да се задржи, па чак и прошири регионализација тога тржишта кроз преузимање постојећих берзи и/или стварање нових од стране појединачних лидера у регији, односно у цјелокупној евро зони или, пак, на одређене кључне играче на нивоу глобалног свјетског финансијског тржишта.

Литература

1. Colin, Aarnoson. *The equity environment.//Going Public, The Essential Guide to Flotation/* Jonathan Eeuvid. London: Kogan Page Limited, 2003.
2. Барбић, Тајана. *Тестирање ефикасности тржишта капитала земаља средње и источне Европе: магистарски рад*. Загреб, Економски факултет, 2009.
3. Brealey R. A.; Nyborg, K. *New equity issues and raising cash.// Mastering Finance*. London: Financial Times Prentice Hall, 1998.
4. Blume, Marshall E. *Stock Exchanges: forces of change.// Mastering Finance*. London: Financial Times Prentice Hall, 1998.
5. Copeland, Thomas E.; Weston, Fred J.; Shastri, Kuldeep. *Financial Theory and Corporate Policy*, 4 ed. Boston: Pearson Addison Wesley, 2005.
6. Doidge, Craig Andrew; Karolyi, George Andrew; Stulz, Rene M. *Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices over Time*. (July 2007). ECGI – Finance Working Paper No. 173/2007.
7. Чижмек, Марко. *Улога фондова ризичног капитала у развоју малих и средњих предузећа.//Рачуноводство, финансије и ревизија у савременим господарским увјетима*. Загреб: Хрватска заједница рачуновођа и финансијских дјелатника, 2002.
8. Fama, E. F. *The Behavior of Stock Prices. Journal of Business*, January, 1965.
9. Fama, E. F. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. Journal of Business*, May, 1970.
10. Грахам, Бењамин. *Интелигентни инвеститор.//Jason Zweig(коментари); Warren E. Buffett(предговор); Силвије Орсар (коментари уз хрватско издање)*. Загреб: Масмедиа, 2006.

11. Ханжековић, Маријан. *Вриједносни папири и њихово тржиште*. 2 изд. Загреб: Институт за јавне финансије, 1989.
12. Miller, Darius, „*The market reaction to international cross-listings: Evidence from depositary receipts*”, *Journal of Financial Economics* 51, 1999, 103-123.
13. Murphy, John J. *Technical Analysis of the Financial Markets, A Comprehensive guide to trading methods and applications*. New York: Institute of Finance, 1999.
14. Орсаг, Силвије. Бихевиористичке финансије.// *Европски пут БиХ у функцији развоја: XI међународни симпозијум*. Невм: 2010.
15. Орсаг, Силвије. Дугорочне и краткорочне последице свјетске економске кризе.// *Корпоративно управљање: осми међународни симпозиј*. Дубровник: 04. и 05. 12. 2008. Сарајево: Ревикон, 2009.
16. Орсаг, Силвије. Финансирање малих и средњих предузећа.// *Институционални оквир и реалне претпоставке за реформу финансијског система БиХ сукладно стандардима (захтјевима) Еуропске комисије: V међународни симпозиј*. Међугорје: Фиркон, 2010.
17. Орсаг, Силвије. Мала школа инвестирања или „разумни улагач”.// *Финанцијски прописи и пракса*, 5/2008.
18. Орсаг, Силвије. Неизравни инвеститор или кратка расправа о радничком дионичарству.// *Глобализација – утјецај на финансије и рачуноводство земаља у транзицији*. Мостар: Фиркон, 2008.
19. Орсаг, Силвије. Опције на дионице потицај ефикаснијем управљању друштвима.// *Корпоративно управљање: 8.међународни скуп*. Сарајево: Ревикон, 2008.
20. Орсаг, Силвије. Предузеће као инвеститор и као инвестиција// *Зборник радова: 7. међународни симпозиј*. Неум: 2006.
21. Орсаг, Силвије. *Вриједносни папири*. Сарајево: Ревикон, 2003.
22. Орсаг, С.; Гулин, Д. *Пословне комбинације*. Загреб: Хрватска заједница рачуновођа и финансијских дјелатника, 1998.
23. Орсаг, Силвије; Михалина, Емил. Доминација банака у финансијским системима транзицијских земаља.//*X међународни симпозиј: Европски пут БиХ у вјетима економске кризе*. Неум: 2009.

24. Piotroski, Joseph D; Srinivasan, Suraj. *Regulation and Bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings*. (January 2008), доступно: <http://ssrn.com/abstract=956987>
25. Prodhon, B. *The Board and Financial Management*. London: Business Books Limited, 1979.
26. Roosenboom, Peter, Van Dijk, Mathijs A. The Market Reaction to Cross-Listings: Does the Destination Market Matter. *Journal of Banking and Finance*, 2009, (33) 1898-1908.
27. *The Unlisted Securities Market, A Selection of Articles from the Investment Analyst.*// John Goodchild, Paul Hewitt. London: The Society of Investment Analysts, 1989.

*Милорад Иванишевић**

ОЦЕНА РЕНТАБИЛНОСТИ ИНВЕСТИЦИОНИХ ПРОЈЕКТА НЕЈЕДНАКОГ ЕКОНОМСКОГ ВЕКА ТРАЈАЊА

PROFITABILITY ASSESSMENT OF INVESTMENT PROJECTS OF DIFFERENT ECONOMIC DURATION

Резиме

Када се рентабилност пројеката оцењује методом нето садашње вредности, може се прихватити сваки пројекат чија је нето садашња вредност позитивна или једнака нула, под условом да је он независан од других пројеката. Ако су пројекти међусобно искључиви и имају једнак век трајања, тада ће се прихватити пројекат са највећом нето садашњом вредношћу. Међутим, ако међусобно искључиви пројекти имају неједнак век трајања, онда се одлука о избору најбољег пројекта заснива на коришћењу различитих метода као што су: метод реинвестирања новчаних токова, метод ланца замене и метод еквивалентних годишњих анuitета.

Кључне речи: неједнак век трајања, новчани токови, међусобно искључиви пројекти, еквивалентни годишњи анuitет, нето садашња вредност, ланац замена.

Summary

When any project economical effectiveness is estimated by net present value, each project having either positive or zero net present value can be

* Економски факултет Београд, Универзитет у Београду, ivanisevic@ekof.bg.ac.rs

accepted provided that such project does not depend on other projects. In case of mutually exclusive projects of equal duration, the project of highest net present value will be accepted. However, in case of mutually exclusive projects of unequal duration, deciding which project is the best one is based on using various methods such as: reinvestment, cash flow method, replacement chain method and method of equivalent annual annuity.

Key words: unequal lived projects, cash flows, mutually exclusive projects, equivalent annual annuity, net present value, replacement chain.

Увод

Економски век трајања пројекта је период у којем се очекују користи од његове експлоатације изражене годишњим нето новчаним токовима, или неким од облика рачуноводствено исказаног финансијског резултата. Дужина економског века трајања пројекта зависи од више фактора, као што су: физичке карактеристике средстава, техничко-технолошка застарелост средстава, степен конкуренције на тржишту производа, услуга и роба и др. С обзиром да инвестициони пројекти претпостављају велике иницијалне капиталне издатке, неопходно је што поузданије проценити период трајања њихове експлоатације, јер уколико би стварни период експлоатације био знатно краћи од планираног, могли би настати значајни капитални губици. Избором краћег периода може се утицати на строжу и објективнију оцену његове рентабилности.

У пракси се често мора извршити избор једног између два или више пројекта који имају различит економски век трајања. Ако се ради о независним пројектима, онда ће се изабрати пројекат који има већу нето садашњу вредност без обзира на век трајања пројекта. Међутим, ако су пројекти међусобно искључиви, а имају различит економски век трајања, проблем избора постаје сложенији, јер су пројекти неупоредиви са становишта њиховог економског века трајања, односно периода експлоатације. Неуважавањем века трајања пројекта одлука би била некомплетна и некоректна. Претпоставимо да вршимо избор између два међусобно искључива пројекта који су према методу нето садашње вредности рентабилни, али један пројекат има век трајања 8 година, а други пројекат 4 године. Ако изаберемо први пројекат, односно пројекат са веком трајања од 8 година, с тим да

овај пројекат има већу нето садашњу вредност, тада бисмо елиминисали све остале алтернативе. Наиме, требало би размотрити да ли би смо са прихватањем другог пројекта, после истека његовог економског века трајања од 4 године могли извршити његову замену истим или сличним пројектом или капитал уложити у неку трећу бољу алтернативу. Тако би ова два пројекта били међусобно упоредиви са становишта економског века трајања, с обзиром да имамо више сазнања о томе какве нам се могућности пружају за улагање капитала од пете до осме године. Такође, можемо претпоставити да ће се дата пословна активност завршити истеком економског века трајања тих пројеката. Да би смо детаљније објаснили проблем избора међусобно искључивих пројеката, уз претпоставку њиховог различитог економског века трајања, размотрићемо три метода: метод реинвестирања нето новчаних токова, метод ланца замене и метод једнаких годишњих анuitета.

1. Метод реинвестирања нето новчаних токова

Метод реинвестирања нето новчаних токова претпоставља да се алтернативни пројекти неће замењивати после истека њиховог економског века трајања, односно да ће њиховим истеком престати та пословна активност. Ово је најједноставнији метод и он претпоставља реинвестирање нето новчаних токова пројекта до истека економског века трајања пројекта са дужим периодом, при чему се као интересна стопа користи захтевна стопа приноса, која је најчешће просечна цена капитала.

Да би смо илустровали овај метод претпоставићемо да предузеће разматра рентабилност два међусобно искључива пројекта „А” и „Б”. Пројекат „А” захтева капитални издатак од 100.000 КМ. Од њега се очекују анuitетни годишњи нето новчани токови од 45.000 КМ у економском веку трајања од 4 године. Неопходан капитални издатак за пројекат „Б” износи такође 100.000 КМ, а очекују се анuitетни годишњи нето новчани токови од 75.000 КМ у економском веку од 2 године. Просечна цена капитала износи 10%¹.

Нето садашњу вредност пројекта „А” израчунаћемо на следећи начин:

¹ Пример је урађен према: Horne i Wachowicz (2007), стр. 329-330.

Садашња вредност нето новчаног тока $45.000 \cdot 3,170 (IV_{10\%}^4) = 142.650 \text{ KM}$
 - Капитални издатак 100.000 KM
 = Нето садашња вредност (НСВ) 42.650 KM

На исти начин израчунаћемо нето садашњу вредност пројекта „Б”

Садашња вредност нето новчаног тока $75.000 \cdot 1,736 (VI_{10\%}^2) = 130.200 \text{ KM}$
 - Капитални издатак 100.000 KM
 = Нето садашња вредност 30.200 KM

Пошто је нето садашња вредност оба пројекта позитивна, закључујемо да се ради о рентабилним пројектима. С обзиром да су пројекти зависни, односно међусобно искључиви, прихватили би смо пројекат „А” јер има већу нето садашњу вредност. Међутим, како пројекти имају различит економски век трајања, израчунаћемо будуће вредности њихових нето новчаних токова до истека четврте године, односно века трајања пројекта „А”.

Будућу вредност нето новчаног тока пројекта „А” добићемо на следећи начин:

$$\begin{aligned} 45.000(1+0,10)^3 &= 59.895 \\ 45.000(1+0,10)^2 &= 54.450 \\ 45.000(1+0,10)^1 &= 49.500 \\ &\underline{45.000} \end{aligned}$$

Будућа вредност нето новчаног тока 208.845 KM

Такође ћемо израчунати будућу вредност нето новчаног тока пројекта „Б”:

$$\begin{aligned} 75.000(1+0,10)^3 &= 99.825 \\ 75.000(1+0,10)^2 &= 90.750 \\ &\underline{\quad\quad\quad} \end{aligned}$$

Будућа вредност нето новчаног тока 190.575 KM

С обзиром да оба пројекта „А” и „Б” имају исти капитални издатак од 100.000 KM, одлуку о избору једног пројекта можемо донети на основу будуће вредности нето новчаних токова. Према томе, прихватићемо пројекат „А” који има већу будућу вредност нето новчаних токова, а овај пројекат такође има и већу нето садашњу вредност. „На тај начин, нето садашње вредности које се темеље на стварним токовима новца, за узајамно искључиве пројекте са неједнаким веком трајања, ипак ће дати правилна рангирања пројеката”². Имајући у виду да овај метод не претпоставља замену пројекта са краћим економ-

² Исто, стр. 330.

ским веком трајања и испитивање других алтернатива за улагање капитала, неопходно је разматрати друге методе избора пројеката са различитим веком трајања.

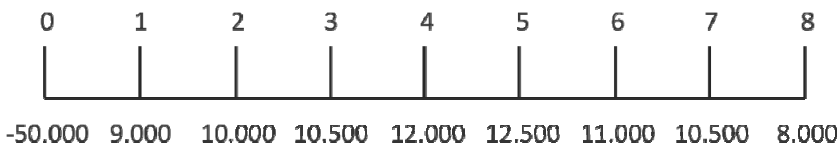
2. Метод ланца замене

Метод ланца замене претпоставља да ће пројекат са краћим економским веком трајања после завршетка његове експлоатације бити замењен истим пројектом. То значи да ће овај пројекат бити два пута имплементиран. У анализи ће се претпоставити да ће нето новчани токови тог поновљеног пројекта остати непромењени. Такође ће се претпоставити да ће и просечна цена капитала, односно дисконтна стопа остати на истом нивоу.

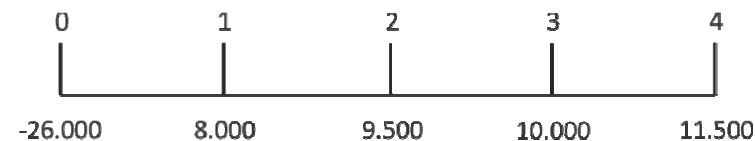
Размотримо хипотетички пример два међусобно искључива пројекта „В” и „Г”. Пројекат „В” захтева капитални издатак од 50.000 КМ и од његове експлоатације се очекују следећи годишњи нето новчани токови у периоду од 8 година: 1. год. 9.000 КМ, 2. год. 10.000, 3. год. 10.500, 4. год. 12.000, 5. год. 12.500, 6. год. 11.000, 7. год. 10.500 и 8. год. 8.000 КМ. Пројекат „Г” претпоставља капитални издатак 26.000 КМ, а годишњи нето новчани токови у периоду од 4 године биће: 1. год. 8.000, 2. год. 9.500, 3. год. 10.000 и 4. год. 11.500. Просечна цена капитала износи $10\%^3$.

Прво ћемо на следећим сликама представити новчане токове ова два пројекта.

Слика бр. 1: Новчани токови пројекта „В”



Слика бр. 2: Новчани токови пројекта „Г”



³ Пример је урађен према: Brigham i Gapenski, (1994), стр. 444-447.

Пројекат „Г” има двоструко краћи век трајања и заменићемо га после четврте године са пројектом истих карактеристика и са периодом трајања од 4 године, тако да ће укупан век трајања ова два пројекта бити 8 година, колико износи и век трајања пројекта „В”.

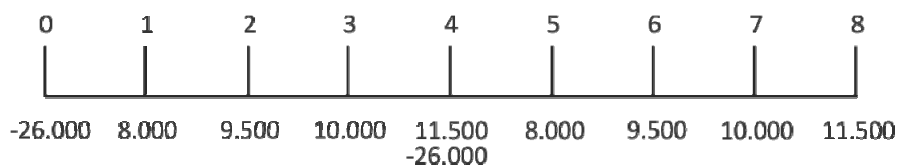
Сада ћемо у следећој табели израчунати нето садашњу вредност пројеката „В” и „Г”:

Табела бр. 1: Израчунавање нето садашње вредности пројекта „В” и „Г”

Крај године	Нето новчани токови		Дисконт-ни фактори за 10%	Садашња вредност нето новчаног тока	
	Пројекат „В”	Пројекат „Г”		Пројекат „В”	Пројекат „Г”
1	9.000	8.000	0,909	8.181	7.272
2	10.000	9.500	0,826	8.260	7.847
3	10.500	10.000	0,751	7.886	7.510
4	12.000	11.500	0,683	8.196	7.855
5	12.500	-	0,621	7.763	-
6	11.000	-	0,564	6.204	-
7	10.500	-	0,513	5.387	-
8	8.000	-	0,467	3.736	-
Укупно				55.613	30.484
- Капитални издатак				50.000	26.000
Нето садашња вредност				5.613	4.484

На основу израчунатих нето садашњих вредности можемо закључити да су оба пројекта рентабилна јер су те нето садашње вредности веће од нуле, односно позитивне. Када би ови пројекти били независни предузеће би их могло прихватити и имплементирати. Међутим, ако се ради о међусобно искључивим пројектима мора се вршити даља анализа с обзиром на њихов различит век трајања. Зато ћемо претпоставити да ће пројекат „Г” после четири године бити замењен пројектом истих карактеристика, што би се на слици могло приказати на следећи начин:

Слика бр. 3: Замена пројекта „Г”



Према томе на почетку пете године ново улагање капитала биће 26.000 КМ, а очекиваће се следећи нето новчани ток у наредне четири године: 5. год. 8.000 КМ, 6. год. 9.500, 7. год. 10.000 и 8. год. 11.500

КМ, што је исто као и код пројекта „Г”. Сада ћемо израчунати нето садашњу вредност ове алтернативе, односно пројекта замене:

Табела бр. 2: Израчунавање нето садашње вредности пројекта за мене

Крај године	Нето новчани ток	Дисконтни фактор За 10%	Садашња вредност нето новчаног тока
1	8.000	0,909	7.272
2	9.500	0,826	7.847
3	10.000	0,751	7.510
4	11.500	0,683	7.855
5	8.000	0,621	4.968
6	9.500	0,564	5.358
7	10.000	0,513	5.130
8	11.500	0,467	5.371
Укупно			51.311
- Капитални издатак 43.758 [26.000+(26.000·0,683)]			43.758
Нето садашња вредност			7.553

Предузеће треба да прихвати пројекат „Г” који ће поново имплементирати на почетку пете године, јер прихватање ове алтернативе даје већу нето садашњу вредност (7.553 КМ) него прихватање пројекта „В” који обећава нето садашњу вредност од 5.613 КМ.

У суштини ради се о имплементацији пројекта „Г” два пута, тако да би уз исте претпоставке његова нето садашња вредност требало да буде иста, односно да износи 4.484 КМ. То значи да бисмо претходни обрачун могли скратити тако што би на нето садашњу вредност пројекта „Г” од 4.484 КМ додали нето садашњу вредност пројекта замене од 4.484 КМ дисконтовану стопом од 10% за четири године (како би је свели на садашњу вредност):

$$\begin{array}{r}
 4.484 \\
 + 4.484 \cdot 0,683 (10\% \cdot 4) \quad \underline{3.063} \\
 \text{Укупно: } 7.547
 \end{array}$$

Добили смо износ 7.547 КМ, односно нето садашњу вредност алтернативе прихватања и замене пројекта „Г”, што се од претходног обрачуна разликују за 6 КМ (7.553-7.547), због заокруживања.

Пројекат замене требало би разматрати и анализирати само онда ако постоји велика вероватноћа да се пројекат може поновити по истеку његовог економског века трајања. У вези са заменом, као и са утврђивањем века трајања пројекта, могу се јавити следећи проблеми: „1) ако се очекује пораст стопе инфлације, опрема коју би замени-

ли имаће веће набавне цене, а такође ће се вероватно мењати продајне цене као и оперативни трошкови, 2) у замени која ће настати вероватно ће се користити нова технологија, што ће вероватно променити новчане токове, 3) тешко је довољно добро утврдити век трајања пројекта, тако да се утврђивање века трајања серије пројекта често врши произвољно и 4) ако је тржиште роба ефикасно рентабилност пројекта ће се смањити са протоком времена”⁴. Важно је да се ови проблеми уоче а неки од њих могу се избећи у самом обрачуну, како би добили реалнију оцену. На пример, ако се очекује пораст стопе инфлације, тај пораст се може укључити у номиналну каматну стопу или у обрачун нето новчаних токова. Коначно, ако уопште не постоји могућност замене, изабраћемо једноставно пројекат са највећом нето садашњом вредношћу⁵.

У нашем примеру смо претпоставили да пројекат „В” има век трајања 8 година а пројекат „Г” 4 године, тако да само једно понављање пројекта „Г” условљава његову упоредивост са пројектом „В” у периоду од 8 година, односно добијемо еквивалентне периоде од 8 година. Према томе заједнички именилац њиховог века трајања је 8 година. Међутим, ако би век трајања једног пројекта био 5 година а другог 7 година, њихов заједнички именилац би био 35 (7·5), што значи да би се први пројекат морао поновити 7 пута а други 5 пута тако да би требало формирати ланац замена, што би значајно компликовало обрачун⁶. У том случају рационалније је користити метод еквивалентних годишњих ануитета.

3. Метод еквивалентних годишњих ануитета

Овим методом конвертују се нето садашње вредности међусобно зависних пројеката, неједнаког века трајања, на њихове еквивалентне годишње ануитете. Еквивалентни годишњи ануитети израчунавају се за одређен број година економског века трајања пројекта и за одговарајућу дисконтну стопу. Према томе, када би смо одлучивали о избору једног из групе међузависних пројеката, неједнаког века трајања, прво би смо израчунали њихове нето садашње вредности, затим би смо утврдили за сваки пројекат еквивалентне годишње ану-

⁴ Исто стр. 447.

⁵ Horne i Wachowicz (2007), стр. 339.

⁶ Damodaran (2001), стр. 357-358

итете и на крају би смо донели коначну одлуку у зависности од величине ануитета⁷. Пројекат који обезбеђује највеће еквивалентне годишње ануитете биће прихваћен.

За илустрацију ћемо користити већ разматране пројекте „В” и „Г”. Економски век трајања пројекта „В” био је 8 година а његова нето садашња вредност је износила 5,613 КМ. Пројекат „Г” имао је век трајања 4 године и нето садашња вредност 4.484 КМ. Просечна цена капитала била је 10%.

Сада ћемо израчунати еквивалентне годишње ануитете за оба пројекта:

$$\text{Еквивалентни годишњи ануитет пројекта „В”} = \frac{5.613}{5,335(\text{IV}10\% 8)} = 1.052 \text{ КМ}$$

$$\text{Еквивалентни годишњи ануитет пројекта „Г”} = \frac{4.484}{3,170(\text{IV}10\% 4)} = 1.415 \text{ КМ}$$

На основу добијених резултата закључујемо да треба прихватити пројекат „Г” јер су његови очекивани еквивалентни годишњи ануитети од 1.415 КМ већи него код пројекта „В” где износе 1.052 КМ. С обзиром да смо пошли од истих претпоставки као и код метода ланца замене, предност у погледу прихватања пројекта дали смо пројекту „Г”.

Метод еквивалентних годишњих ануитета је знатно лакши за практичну примену него метод ланца замене. Када би смо нпр. претпоставили бесконачан низ замена за оба пројекта, коришћењем овог метода могли би смо добити њихове нето садашње вредности и на основу њих донети одлуку о избору једног пројекта. Нето садашње вредности ова два пројекта уз дату претпоставку бесконачног низа замена и коришћењем дисконтне стопе од 10% добиће се:

$$\text{Нето садашња вредност пројекта „В”} = \frac{1.052}{0,10} = 10.520 \text{ КМ}$$

$$\text{Нето садашња вредност пројекта „Г”} = \frac{1.415}{0,10} = 14.150 \text{ КМ}$$

На основу добијених резултата опет бисмо изабрали пројекат „Г” као рентабилнији.

⁷ Видети детаљније: Gitman (2003),

Закључак

Приликом коришћења метода нето садашње вредности за оцену рентабилности инвестиционих пројеката јавиће се проблем избора најбољег пројекта из групе међусобно зависних пројеката који имају неједнак економски век трајања. Тај проблем се решава коришћењем: метода реинвестирања новчаних токова, метода ланца замене и метода еквивалентних годишњих анuitета.

Метод реинвестирања новчаних токова претпоставља да се разматрани пројекти неће заменити и у том случају биће прихваћен пројекат који обећава највећу будућу вредност нето новчаних токова. Метод ланца замене и метод еквивалентних годишњих анuitета претпостављају да ће пројекти бити замењени једном или више пута, односно да ће се формирати ланац замена. Када се одлука доноси коришћењем ланца замена, предност ће се дати пројекту који обећава највећу нето садашњу вредност. Ако се одлука доноси на основу еквивалентних годишњих анuitета биће изабран пројекат са највећим анuitетом, а то ће бити пројекат који такође обећава и највећу нето садашњу вредност.

Литература

1. Brealy, A.B., Stewart, C.M. and Marcus, A.J. (2007), *Osnove korporativnih financija*, MATE, Zagreb.
2. Brigham, E.F. and Gapenski, L.C. (1994), *Financial Management*, The Dryden Press, Forth Worth.
3. Damodaran, A. (2001), *Corporate Finance*, John Willy and Sons, Inc., New York.
4. Gitman. L.J. (2003), *Managerial Finance*, Addison-Wesley, Boston.
5. Horne, C.V.H. and Wachowicz, Jr. J.M. (2007), *Osnovi finansijskog menadžmenta*, Data Status, Beograd.
6. Keown, A.J., Martin, J.D., Petty, J.W. and Scott Jr. D.F. (2005), *Financial Management*, Pearson Education, New Jersey.
7. Smart, S.B., Meggison, W.L., and Gitman L.J. (2007), *Corporate Finance*, Thomson, South-Western.

Љубо Јурчић*

ВЕЛИКА ТРАНСФОРМАЦИЈА ЗА ИЗЛАЗ ИЗ КРИЗЕ

CRISIS SOLUTIONS – GREAT TRANSFORMATION

Резиме

Ово је криза неолибералног система. Падом социјализма почетком деведесетих година прошлог вијека, историја као да се дефинитивно приклонила либералном капитализму, означавајући га као неоспорног побједника и универзални модел будућег уређења свијета. Развој друштва (државе) схваћен је као општа приватизација, либерализација и дерегулација, при чему ће економски раст наступити као природни резултат тржишног аутоматизма и невидљиве руке. Тај систем је развио и похлепу. Богати су постајали богатији, а сиромашни сиромашнији. Та неравнојерна расподјела дохотка је резултирала кризом.

Излаз из ове кризе је у великој трансформацији, односно преласку са неолибералног система према држави благостања, која ће осигуравати, кроз различите моделе, (1) производњу јавних добара (здравство, школовање, станове, социјалну бригу ...) која ће бити доступна свима, (2) осигурати равномјерну расподјелу дохотка, (3) сачувати околину за будуће генерације. Невидљива рука тржишта и видљива рука државе морају дјеловати заједно, а новостворена вриједност треба бити равномјерно расподијељена између рада и капитала. То је начин изласка из ове кризе и услов дугорочно одрживог развоја.

* Економски факултет у Загребу, Свеучилиште у Загребу, ljurcic@efzg.hr

Кључне ријечи: финансијска криза, фискална политика, неолиберализам, велика трансформација, држава благостања.

Summary

This crises is the neoliberal system crises. At the beginning of the nineties, after the collapse of the socialism, liberal capitalism has been marked as the unchallenged winner and universal model of the future world order. Development of the society (state) has been understood as a general privatization, liberalization and deregulation followed by economic growth as a natural consequence of the market mechanism and invisible hand. That system has developed greed. Wealthy people have become wealthier and poor people have become poorer. Income inequalities increased and resulted in a great crisis.

Exit from the crises is in the great transformation or transition from neoliberal system towards the welfare state which will provide – within different models – (1) production of public goods (health, education, housing, welfare) that are available to everybody, (2) ensure income equality and, (3) preserve the environment for the next generation. Invisible hand and visible hand of the state should be coordinated, and reproduction of the added value should be divided equally between labor and capital. That is the a way out from the crises and a condition for the sustainable long term development.

Key words: financial crisis, fiscal politics, neoliberalism, great transformation, welfare state.

Увод

Прва велика глобална финансијска и привредна криза која је након Другог свјетског погодила свијет је уједно и прилика да се тестирају економске теорије и политике. Ова криза се није морала догодити. Она је резултат људског понашања и избора политике. Политички и привредни системи који као циљ стављају само профит предузетника, а не и благостање друштва, води ка кризама и неодрживом привредном расту. Изостанак регулације тржишних мањкавости, екстерналија и неједнакости у друштву су обиљежја оваквих система. Ова криза је, такође, показала да се привредом не може успјешно управљати без кориштења хармоније између монетарне и фи-

скалне политике, у складу с друштвеним циљевима. Некориштење фискалне политике у креирању одрживог привредног раста и друштвеног развоја у протеклом раздобљу морало се сада надокнадити радикално, у кратком раздобљу од почетка кризе. Ова криза је уједно и криза неолибералистичког система а излазак из кризе треба тражити алтернативним економско - политичким системима.

1. Глобална финансијска и економска криза

Финансијска криза, која је погодила свијет у 2008. години, изазвала је највећу глобалну економску кризу након Другог свјетског рата. Ова криза је настала након дугог раздобља (2002 – 2007) брзог кредитног раста, малих премија за ризик, велике ликвидности, раста цијена имовине и „надувавања” цијена некретнина. У људској историји овако велике кризе настајале су због нестанка ресурса, нестанка енергије, природних катастрофа, или великих неједнакости у друштву. Ова криза није се морала догодити. Она је произишла из система који производи дугорочно неодрживе неједнакости у друштву, а самим тиме и спречава дугорочно одрживи, стабилни раст привреде. Високе стопе глобалног привредног раста од 2002. (након dot-com кризе) до 2007. године, није пратило повећање и плата. У овом раздобљу, плате су стагнирале и смањивао се њихов удио у националном дохотку.¹ Плате нису стагнирале само у земљама у развоју, него и у Америци. То је повећавало несигурност и неједнакост: и на глобалним и на регионалним тржиштима рада.

Овој глобалној кризи такође је претходило шокантно повећање цијена хране и енергије у 2007. и првој половини 2008. године, што је у многим земљама погоршало ситуацију у јавним финансијама и на текућем рачуну биланце плаћања и преко 100 милиона људи у земљама у развоју гурнуло у сиромаштво. Због различитог нивоа развоја и различитих структура привреде, потрошње и глобализованости, ово велико повећање цијена хране и нафте имало је већи утицај на повећање сиромаштва него економска криза 2008-2009, која је гурнула (до 2010. године) у сиромаштво 64 милиона људи.²

¹ International Labour Organisation (ILO) (2008), Global Wage Report, 2008/9 Geneva, ILO

² World Bank (2010), Global Economic Prospects: Crisis, Finance and Growth

Од 1970. до 2008. године, у свијету је било 124 банкарске кризе, 208 курсне кризе, 63 дужничке кризе, 42 двоструке и 10 троструких криза.³ Чарлс Киндлебергер (Charles Kindleberger) наводи да се од 1725. године до данас, финансијске кризе догађају у привредама западних капиталистичких економија у просјеку сваких осам и по година.⁴ Економске кризе нису само посебности развијених привреда. Оне подједнако погађају и земље у развоју, али са много јачим негативним посљедицама и са много дужим потребним раздобљима за опоравак. Посљедњих неколико деценија земље Азије и Латинске Америке доживјеле су по неколико већих банкарских, курсних и дужничких криза, које су резултирале дубоким рецесијама. У поређењу с кризама у развијеним земљама, кризе у земљама у развоју у просјеку дуже трају, земље се дуже опорављају и поред рецесије производе велике друштвене трошкове и повећавају сиромаштво. Међутим, све ове кризе у земљама у развоју биле су ограничене на поједину земљу или регију. Ни једна од њих није прерасла у глобалну. Многе анализе садашње кризе процјењују њено трајање у развијеним земљама на двије године.

Ова криза, која је започела на тржишту некретнина и у финансијском сектору Америке, а због високог степена глобализације раширила се свијетом и резултирала је оштрим падом агрегатне потражње. Постоји висок степен сагласности да је криза почела пуцањем „балона” који се створио на тржишту некретнина у Америци, али и у многим другим земљама: попут Ирске, Шпаније и Енглеске. Пуцање балона произвело је кризу у финансијском сектору, почевши од тржишта хипотекарних кредита. Постоји неколико узрока настајања балона на тржишту некретнина. Први је политика ниских каматних стопа у Америци од 2003. године. Таква политика је мотивисана колапсом dot-com⁵ компанија, односно, прснућем балона у технолошком сектору у 2000. години и терористичким нападом 11. септембра 2001. Каматне стопе су снижене на врло низак ниво од 1% у вријеме кад су цијене некретнина расле значајно више од стопе инфлације

³ IMF (2009), Initial Lessons of the Crisis,

⁴ Polin, R. (2009), Tools for a New Economy: proposals for a financial regulatory sistem, Boston Review, January/February

⁵ Dot-com компаније су компаније које су створене да би искористиле предности интернета и његових компанија у пружању својих услуга или продаје производа.

која је износила 3%. Према Case-Shiller 10 City Composite Indeks, цијене кућа су у истом раздобљу расле од 12,1% до 15,3%. Такав однос камата и цијена некретнина потицало је становништво да посуђују новац, уз 1% камата, и купују некретнине чије цијене расту много брже. Поред тога, могућност смањивања пореске основе за износ камата не хипотекарне кредите, док та могућност код плаћања најамнине код изнајмљених кућа није постојала, подстицало је и сиромашније становништво на куповину куће. Све је то повећавало потражњу за кућама и водило ка великом расту њихових цијена.

Стална глобална неравнотежа је један од главних потицаја глобалне кризе. Азијска криза 1997. године почела је због „источног гријеха” земаља у развоју. На примјер, у Јужној Кореји предузећа и банке су се задуживале у страниој валути. Кад су настали проблеми с враћањем дуга, Кореја се обратила ММФ-у за помоћ. Услов за финансијску помоћ је био тај да Јужна Кореја повећа каматне стопе и смањи државну потрошњу. То је управо супротно од оног што су направиле Америка и Европа, суочене с овом кризом. Један од разлога оваквог приступа ММФ-а азијским земљама објашњава се њиховим малим утицајем у институцијама Бретон Вудса (Bretton Woods), због чега ове институције немају развијене механизме за управљање кризама у овим земљама. Поучене оваквим понашањем, азијске земље су схватиле да се не могу поуздати у ММФ у будућности, па су (Кина, Хонг Конг, Јапан, Сингапур, Јужна Кореја и Тајван) акумулирале велике резерве, купујући дужничке папире, прије свега америчке, које износе скоро 4 хиљаде милијарди долара. Тим каналом финансијска криза се с америчког финансијског тржишта пренијела и у азијске земље.

Глобализација финансијског тржишта, без глобалне регулације, такође је потпомогла убрзању глобалне кризе. На примјер, инвеститори су посуђивали у Јапану уз нула посто камате и инвестирали у Аустралији и Новом Зеланду, уз много већу камату. То је узроковало велики одлив средстава из Јапана и створило велику потражњу и балон на тржишту некретнина у Аустралији.

Криза на финансијском тржишту у Америци проузроковала је губитак штедње, пензија, посла, станова, кућа код милиона људи. Финансијска будућност је постала несигурна. У таквим ситуацијама потрошачи одустају од потрошње, прије свега, трајних потрошних добара (кућа, станова, аутомобила, кућанских апарата итд.), затим, добара повремене потрошње, а робу свакодневне потрошње смањују са-

мо на стандардне и оне стварно потребне. Смањење потрошње смањило је свјетску потражњу и потражњу за увозом. На тај начин, финансијска криза се прелила у реални сектор кроз пад потрошње и кроз пад увоза и на земље које нису значајније учествовале на свјетском финансијском тржишту, али извоз им чини значајнији удио у бруто домаћем производу.

2. Криза политичко - економског система

Темељни узрок ове кризе је неолибералистички економско - политички систем. Падом социјализма почетком деведесетих година прошлог вијека, историја као да се дефинитивно приклонила либералном капитализму, означајући га као неоспорним побједником и универзалним моделом будућег уређења свијета. То је био неки облик конзервативне револуције која је приказана као историјска нужност и која ће снагом „невидљиве руке” слободног тржишта осигурати народима свијета стабилност, мир и благостање. Развој друштва (државе) схваћен је као општа приватизација, либерализација и дерегулација, при чему ће економски раст наступити као природни резултат тржишног аутоматизма. Транзицијске земље су прихватиле тај концепт економског развоја, али и као политику транзиције. Требало је само великом брзином провести либерализацију, приватизацију, дерегулацију и осигурати независност централне банке и за пар година требали су се наћи у друштву благостања. То се није догодило и није се могло догодити, јер либерални концепт је политичка идеологија развијених а не економска доктрина. У неолибералистичкој доктрини економски раст је постулиран, али који није доказан. Он је више препуштен идеолошкој вјери него научном доказу, због чега је критика алтернативних модела увијек идеолошка а не научна. Слободно тржиште је тако постало неупитни симбол ефикасности, модернитета и слободе. То је вјероватно и истина, али у савршеним условима на домаћем и свјетском тржишту, и ако постоји иста развијеност држава и иста ефикасност свих дјелатности. Реалан живот је далеко од такве савршености због чега треба економско - политичким мјерама надомјестити несавршености слободног тржишта. Због тога иза „невидљиве руке” код развијених земаља, увијек постоји „невидљива” али јака улога државе, која се само на свјетлу дана појави у раздобљима криза, а у осталим временима дјелује невидљиво али снажно у потицању развоја своје привреде кроз стварање нових, ефи-

каснијих и конкурентнијих производа. Тржиште не ствара производе, оно је само простор за утакмицу између производа. Производи се стварају у друштвено - економском систему који организује држава, а производе се у предузећима које у глобализованом свијету не морају бити у властитој земљи, јер све већи дио од цијене производа припада земљи у којој је он креиран.

Либерализацијом, већина транзицијских земаља изложила се неприпремљена, много припремљенијој и снажнијој конкуренцији развијених земаља. Кроз либерализацију развијене земље су, преко свог развијеног производног, културног и организацијског потенцијала, већ унапријед осигурале повлаштени положај у дистрибуцији свјетског раста и богатства, а њихово богатство се повећава како се свјетска размјена све више обликује према њиховим мјерилима. Наметањем јединственог концепта глобалног слободног тржишта осигурава се и повећава предност развијених земаља, а мање развијеним земљама се отежава да посебним, својој ситуацији прилагођеним, мјерама и напорима смање своје заостајање.

Често се заостајање транзицијских и мање развијених земаља приписују њиховом спором прилагођавању западним институционалним стандардима, иако је вјероватније да је узрок заостајању у неприлагођености тих стандарда реалним економским социјалним условима у тим земљама. Различита друштва развијају различите начине економског и друштвеног живота и не може постојати универзални економски и друштвени систем који је идеалан за све. Процес глобализације који води таквој унивезалности је осуђен на неуспјех и производи кризе. Систем међународне сарадње различитих капиталистичких система, који су укоријењени у историји и култури различитих народа, има пуно више шанси за успјех.

Такође, прихваћена је „идеологија” макроекономске стабилности и смањења улоге државе у економији, јер све треба ријешити невидљива рука. Таква политика је, ради незнања и комодитета политичких елита, усвојена, и она се проводи без обзира на, већ свима јасно видљиве, њене негативне посљедице. Некритички је прихваћен неолибералистички концепт. Неприпремљене, транзицијске земље отвориле су се свијету, без реструктурирања предузећа и без реорганизовања економске улоге државе у складу с новим окружењем.

Осим тога, због осамостаљења република из бивше државе Југославије, у којој су биле регионалне економије, ниједна новонастала држава, осим донекле Словеније, није направила транзицију из реги-

оналне у националну економију. Репродукцијски ланци, успостављени у бившој држави, покидани су. Многе производње нису се могле започети, а неке се нису могле завршити јер су поједини дијелови производног ланца остали у другим осамостаљеним државама. Због тога је требало организовати нову националну привреду, или барем њено „језгро”. Међутим, није учињено ништа. Дошло је до гашења индустрије која је темељ у индустријском друштву. Изјаловила су се наивна очекивања од „невидљиве руке” тржишта. Тако неорганизована и неприпремљена новонастала националне економија, изложиле су се свјетској конкуренцији, која је, једноставно, „помела” њихову производњу.

Земље у транзицији, поготово земље настале раздвајањем из бивше државе Југославије, осим удара свјетске економске и финансијске кризе, више се налазе под утицајем кризе која је резултат њихових властитих политика.

3. Излаз – Велика трансформација

Побољшања или неке промјене у постојећем економском моделу нису рјешење за привредне проблеме. Постојећи „атипични” модел, који се темељи на потрошњи, задужењу и увозу по својој природи производи дефиците, растући дуг и води ка дужничком ропству. Његова атипичност произлази из погрешно постављених циљева. Одбрана фиксног курса и нултог буџетског дефицита, постају сврха сама себи и, као такви, нису одрживи. Високи дефицити, уз овај модел, не могу се спријечити без радикалног смањења стандарда грађана, кроз смањење дохотка, плата и пензија. Креатори овог модела заступају овакво рјешење. Погрешну економску политику платили би грађани својим стандардом, као што се и погрешна политика транзиције превалила на леђа радника и грађана. Могло би се закључити да је циљ оваквог модела само осигурање великих профита финансијском сектору, који финансира државу да такав модел заштити. Постоји и другачији модел, који, такође, осигурава задовољавајуће профите финансијском сектору, али осигурава и повећање производње, дохотка и стандарда. Економски модел који то осигурава спада у типичне економске моделе који имају другачије постављене циљеве и, у складу с тим циљевима, другачије и политике.

3.1. Циљеви

Основни политичко-економски циљ је благостање друштва, који се остварује кроз дугорочно одрживи развој и равномјерну расподјелу националног дохотка. Пут до остваривање основних циљева води преко остваривања подциљева. На том путу важно је усмјерити пажњу на редослијед остваривања и усклађености циљева, на њихову колизију и правилан избор мјера и инструмената.

Стопа привредног раста која осигурава пуну запосленост и дугорочан раст стандарда грађана је први циљ типичног модела. Инвестиције у повећање производних капацитета и извоза су слиједећа група циљева.

3.2. Политике

Након транзиције и атипичног модела економске политике, који се проводи протеклих двадесетак година, потребна је велика трансформација. Атипични модел је довео до деиндустријализације и да се не исплати радити, производити и извозити. То није питање менталитета људи, него услова које ствара политика својим одлукама. Велика трансформација подразумијева промјену приступа животу, раду и политици. У економском подручју то значи напуштање досадашњег модела економске политике и стварање услова у којима се исплати радити, производити и извозити. Према томе, први корак је правилно одређивање циљева економске политике, а то су: повећање домаће производње и конкурентности, повећање запошљавања и извоза и равномјеран регионалних развој. Према тим циљевима треба дефинисати мјере и инструменте економске политике и организовати државну администрацију у складу с циљевима, мјерама и инструментима. Стварање конкурентног макроекономског окружења и реорганизација државне администрације је први корак економске политике у циљу велике трансформације.

У транзицијски процес, прије двадесетак година, ушли смо с већим националним (ликвидним) капиталом и мањом задуженошћу. Данас, кад смо пред изазовима велике трансформације, налазимо се у обрнутој ситуацији: мањим капиталом, али високом задуженошћу, што изазов трансформације чини већим. Потребни капитал за трансформацију налази се, прије свега, у властитом искуству погрешне политике и у историјском, провјереном, искуству многих других у

сличним ситуацијама. Типични модел економске политике је и настао на потврђеном искуству других. Други извор потребног капитала за велику трансформацију налази се у природним богатствима и геополитичком положају. Умјесто задуживања на страним финансијским тржиштима, бољи пут је кориштење наших природних ресурса и њихово претварање у корисне и конкурентне производе: од земље, дрвећа, вода, минералног до рудног богатства итд. За то је потребна организована политика, односно одговор шта ћемо радити, од чега ћемо живјети и на који начин ћемо се развијати. Дио одговора на то питање даје индустријска политика.

3.2.1. Индустријска политика

Повећање домаће производње може се постићи у секторима у којима постоје неискориштени ресурси, неискориштени капацитети, за које постоји инфраструктура и образована и искусна радна снага. Неискориштене потенцијале поједине дјелатности, начине њиховог искориштавања и шта све треба додатно осигурати да се они запосле бави се индустријска политика. Саставни дио индустријске политике је политика технолошког развитака, а из ње се изводи и политика образовања. И технологија и образовање су производни инпути, због чега се њихове политике изводе из индустријске политике. Индустријска политика је доминантно структурна политика. Политика која има за циљ да запосли све производне ресурсе у дјелатностима гдје ће остварити највећу додану вриједност, али, исто тако, и да ствара услове и изграђује физичку и институционалну инфраструктуру за нове дјелатности у којима ће производни ресурси резултирати још већом доданом вриједношћу. Њен задатак је, такође, да осигура безболно гашење „старијих” индустрија и да осигура подршку новим индустријама.

Неискориштене могућности постоје у свим дјелатностима. Повећањем кориштења тих могућности, повећава се домаћа производња и запосленост, смањује се увоз и стварају се услови за повећање извоза. Технолошки развој и одговарајуће образовање повећавају ефикасност и конкурентност домаће индустрије. Ефикасност и конкурентност треба бити заштићена и подстицати тржишним такмичењем и заштитом од монополског понашања. Под индустријом се подразумевају све дјелатности: од пољопривреде и металне индустрије, па све до туризма и банкарства.

3.2.2 Политика регионалног развоја

Свака дјелатност одвија се на некој локацији, у некој регији. Политиком регионалног развоја у значајној мјери се осигуравају услови за ефикасан развој дјелатности. Због тога индустријска политика је уско везана с политиком регионалног развоја. Многе дјелатности које су везане за природне ресурсе, развијаће се у истој регији. Исто тако, дјелатности које су се развијале у прошлости и за које постоје физичка и институционална инфраструктура и образовање у одређеним регијама, најбрже се могу развијати на тим подручјима. Све су то елементи локацијских услова за поједину производњу. У свакој развијеној земљи је то препознатљиво и све развијене земље на тај начин лоцирају и групишу сродне производње. Тако настају и кластери. На тај начин смањују се трошкови производње, као и трошкови институција, трошкови развоја нових производа и нових технологија.

Равномјеран регионални развој осигурава не само привредна, него и социјална инфраструктура.

3.2.3. Државна администрација

За провођење економске политике потребна је администрација која је организована у складу с њеним циљевима. Сложеност државне организације треба ускладити с сложенешћу структуре привреде и сложенешћу производа који се производе, технологије која се користи за њихову производњу и тржишта на којима се ти производи продају. Административни капацитет државе се повећава не само физичким повећањем, него и ефикасношћу њених јединица. Одговарајући облици организовања, у складу с потребама развоја привреде, нужни су. Они се обично крећу од научних института, стручних агенција, завода, дирекција, до служби. Сваки дио привредних активности, или сваки дио пословног процеса, мора имати подршку у одговарајућој јединици у оквиру администрације државе. Стварање услова за нове дјелатности искључиво зависи од административног капацитета државе, односно од њене способности да организује научне, истраживачко - развојне институте. За развој привреде и промјене њене структуре у пожељном правцу, нужно је имати, уз јасно дефинисану индустријску политику, и јасну организацију државне управе која ће бити организована и способна да такву политику и проведе.

3.2.4. Фискална политика

Фискална политика утичу и на агрегатну потражњу и на агрегатну понуду. Промјена буџетске потрошње и опорезивања мијења агрегатну потражњу, производњу и запосленост. Традиционално се на фискалну политику гледало као на политику којом се управља потражњом. Буџетска потрошња, директно, и опорезивање, индиректно, може се користити за стабилизацију националног дохотка, посебно у ситуацији кад је привреда изложена спољним шокovima.

Кејнзијанска школа (фискалисти), тврди да фискална политика има снажан утицај на агрегатну потражњу, производњу и запосленост када привреда производи значајно испод потенцијалног националног дохотка. Тада је потребно осигурати стимулансе потражњи. Кејнзијанци вјерују у пресудну улогу владе, која мора активно користити мјере фискалне политике у повећању агрегатне потражње.

На другој страни, монетаристи вјерују да буџетска потрошња и промјена пореза може само краткорочно утицати на агрегатну потражњу, производњу и запосленост. Монетарна политика, према њима, има много снажније инструменте у контроли потражње и инфлације.

Међутим, општеприхваћено је да фискална политика (јавна потрошња и опорезивање) има значајну алокацијску, дистрибуцијску и стабилизацијску улогу. Алокацијска улога огледа се у алокацији средстава између различитих јавних добара, између јавног и приватног сектора, и унутар приватног сектора - између различитих дјелатности.

Дистрибуцијска (или редистрибуцијска) функција јавних финансија користи могућност расподјеле националног дохотка између појединаца, домаћинстава, између дјелатности и између регија. Тржиште најефикасније алоцира ресурсе и дистрибуише доходак ако постоје услови за његово савршено функционисање. Међутим, ако не постоје услови за савршено функционисање, или због постојања екстерналија, држава својим инструментима мора исправити његове мањкавости и компензовати екстерналије.

Тржиште и демократија иду заједно. И једно и друго представља и слободу и могућност избора у својим подручјима, у привреди и друштву (политици). Тржиште је ефикасно у стварању профита и у такмичењу у ефикасности. Развој демократије повећава ефикасност у заштити људских права и слобода. Међутим, и ако постоји развијени

тржишни систем и развијена демократија, не мора нужно постајати и равномјерна расподјела националног дохотка. Ако не постоји систем који се брине о равномјерној расподјели, богати постају богатији, а сиромашни постају сиромашнији. Неравномјерна расподјела националног дохотка ствара неједнакост у друштву и главни је извор финансијских и привредних криза у индустријском друштву.

Узрок ове кризе је у створеној неједнакости унутар самих држава, али и међу државама. Глобализација, кроз либерализацију, стандардизацију и универзализацију, остварила је у укупној свјетској привреди велико повећање додане вриједности, односно свјетског бруто домаћег производа. Расподјела добити од глобализације указује на повећање неједнакости између развијених и земаља у развоју. На примјер, 1960-1962. године просјечан бруто домаћи производ по становнику у 20 најразвијенијих земаља је износио 11,417 \$, а у 20 најнеразвијенијих земаља износио је 212 \$. Четрдесетак година касније и након раздобља најснажнијег процеса глобализације у претходном вијеку, просјечан бруто домаћи производ по становнику у 20 најразвијенијих земаља повећао се на 32 339 \$, а у 20 најсиромашнијих само на 267\$⁶. Овако велике разлике настале су због непостојања глобалног система, који би добитак од глобализације равномјерније глобално распоређивао. Без оваквог система расподјеле, користи од глобализације присваја неколицина а терет, или трошак глобализације сноси већина, што ће бити извор сталних политичких напетости.

Доминација либералистичке идеологије (заговорника невидљиве руке Адама Смита и немијешања државе у привреду) у вођењу националних економских политика протеклих двадесетак година, такође је повећала неједнакости унутар појединих земаља. Богати су постајали богатији, а сиромашни сиромашнији. Профити су брже расли од доходака укупног становништва. Грађани су се за одржавање и раст свога стандарда задуживали. Уз остале услове, од којих смо неке у претходном поглављу споменули, криза је почела кад значајнији број становника у Америци престао отплаћивати своје кредите.

⁶ .. темељено на узорку 94 земље и територије које имају непрекинуту серију статистичких података од 1960 до 2002. године добављиве од World Bank, World Development Indicators 2003, (online version)

Фискална политика има најефикасније инструменте који директно и индиректно утичу на повећање алокацијске и дистрибуцијске улоге привредног система. Међутим, у кризним раздобљима, поготово на самом почетку кризе, стабилизацијска улога фискалне политике је незамјељива. Успркос опречном становишту фискалиста и монетариста, суочени с кризом, подједнако и једни и други посежу за инструментима фискалне политике. То се догодило и у овој кризи. Невидљива рука А. Смита треба помоћ у рјешавању кризе видљиве руке Џона Кејнза (Johna M. Keynes).

Код доношења фискалних мјера креатори фискалне политике имали су на уму мултипликативне учинке сваке компоненте финалне потрошње, па тако и буџетске и дјеловање аутоматског стабилизатора.

Осим својих темељних задатака пореска и буџетска политика су снажни инструмент подршке индустријској политици. Њихова снага се очитује у политици потпора и политици јавних набавки. Ови инструменти увијек се користе како за даљњи развој у фазама просперитета, тако и у кризним раздобљима за излаз из рецесије. Јавним набавкама и фискалним стимулансима се одржава потражња како би се одржала производња и запосленост која је у паду због недостатка наруџби с тржишта. Подршке служе за повећање ефикасности производње кроз технолошку обнову, реструктурирање, додатно образовање у складу с циљевима индустријске политике. На тај начин чува се производња и запосленост до оживљавања тржишта а кроз подршке реструктурира се производња и повећава се њена ефикасност.

3.2.5. Монетарна политика

Монетарна политика, осим основних задатака: чување стабилности цијена и провођење политике курса, мора учествовати у остваривању основног циља економске политике: повећање производње и запослености, не доводећи у питање свој основни задатак. У ситуације привредне кризе, пада производње и запослености, те високог спољног дуга, економска политика постаје сложенија. Међузависност монетарне, фискалне и индустријске политике постаје већа. Циљеви фискалне и монетарне политике се мијењању према рочности. Краткорочно се прихвата флексибилност и буџетског дефицита и цијена и курса, док се њихова стабилност програмира на дуги рок.

Монетарна политика не смије бити толико рестриктивна да онемогућује оживљавање и привредни раст, нити смије бити толико експанзивна да наруши стабилност привреде.

Темељни задатак економске политике је очување унутрашње и спољне равнотеже у условима макроекономског окружења које потиче развој. Ни једна дио економске политике, па тако ни монетарна, не смије мијешати инструменте и циљеве. Циљ свих политика је развој, а монетарна политика мора осигурати макроекономско окружење које потиче развој, нарочито масовног предузетништва, јер је то основ сваког развоја у тржишној привреди.

Без обзира на тежину кризе, никако не смијемо губити из вида макроекономско окружење које нас је довело у ситуацију у којој се налазимо, а то значи да атипични, неолиберални, економски модел се мора замијенити типичним моделом у којем су природно постављени циљеви, и у којем се априори не полази од претпоставке да тржиште савршено функционише. Улога државе и фискалне политике, нарочито у раздобљима кризе, јесте незаобилазна и кључна. Економски системи који се заснивају на производњи, штедњи, инвестицијама и извозу лакше подносе и лакше излазе из кризе.

Закључак

Досадашњи, неолиберални економски модел резултирао је свјетском финансијском и економском кризом, а у транзицијским земљама високом спољном задуженошћу земље, падом производње и незапосленостима, деиндустријализацијом и дефицитима у буџету и на текућем рачуну биланса плаћања. Стабилизовање привреде у оквиру постојећег модела једино је могуће кроз пад стандарда и осиромашење грађана. Лошу политику платили би грађани, а лоша политика би се кроз постојећи, неолиберални, а за економију атипични модел наставила.

Промјена појединачни мјера и инструмената у постојећем моделу само би повећавала друштвене трошкове, док би друштвене користи биле мање. Трансформација из постојећег модела треба почети, прије свега, промјеном циља. Основни циљ треба бити благостање друштва и према том циљу дефинисати подциљеве, политике, мјере, инструменте и организацију државног система. Висока, одржива, стопа економског раста, уз пуну запосленост с равномјерном расподјелом националног дохотка, јесу подциљеви и услови благостања друштва.

Штедња, оптималне инвестиције, извоз и заштита околине чине економски раст и високим и одрживим. Видљива и невидљива рука требају ићи скупа и усклађено. Државни сектор и приватно предузетништво требају ићи руку под руку. Предузетничке пословне политике су оријентисане на кратки и средњи рок. Државне политике, осим у доба кризе, дјелују на средњи и дуги рок. Држава својим политикама, образовањем институцијама ствара производне ресурсе за нове дјелатности.

Литература

1. Auerbach, A. (2000), The Significance of Federal Taxes as Automatic Stabilizers, NBER.
2. Acocella, N. (1998), The Foundations of Economic Policy, University of Cambridge
3. Бабић, М. (2004), Макроекономија, 15то допуњено и измијењено издање, Мате, Загреб
4. Dolls, M., Fuest, C., Peichhi, A. (2009), Automatic Stabilizers and Economic Crisis: US vs. Europe, Discussion Paper No. 4310. IZA
5. Јурковић, П. (2002), Јавне финансије, Масмедиа, Загреб.
6. Polin, R. (2009), Tools for a New Economy: Proposals for a financial regulatory sistem, Boston Review, January/February
7. Paul van den Nord, (2000), The Size and Role of Automatic Fiscal Stabilisers int he 1990s and Beyond, OECD
8. Pommier, S., (2006), Fiscal Shocks and Automatic Stabilizers at Work in European Countries, CREM, CNRS and University of Rennes 1.
9. Spilimbergo, A., Symansky, S., Schindler, M. (2009), Fiscal Multipliers, IMF, May 20.
10. Spilimbergo, A., Symansky, S., Blannchard, O., Cottarelli, C. (2008), Fiscal Policy for the Crisis, IMF, December 29.
11. A European Economic Recovery Plan: Communication From the Commission to the European Council, Commission of the European Communities, COM (2008) 800 final, November 26. 2008.
12. CRS Report RS22850, Tax Provisions oft he 2008 Economic Stimulus Package, coordinated by Jane G. Gravelle.

13. CBO Report (2010), The Effects of Automatic Stabilizers on the Federal Budget, Washington, DC.
14. From Financial Crisis to Recovery: European Framework for Action, Communication, from the Commission, European Commission, COM (2008) 706 final (October 29, 2008)
15. International Labour Organisation (ILO) (2008), Global Wage Report, 2008/9 Geneva, ILO
16. IMF (2009), Initial lessons of the Crisis,
17. IMF (2010) World Economic Outlook, Rebalancing Growth, (online)
18. Public Finance in EMU 2010, European Economy 4/2010, Economic and Financial Affairs
19. World Bank(2003), World Development Indicators 2003, (online version)
20. World Bank (2010), Global Economic Prospects: Crisis, Finance and Growth

ПРЕГЛЕДНИ ЧЛАНЦИ

Ђоко Слијепчевић*
Миломир Амовић**
Младен Иванић***

ЈАВНО-ПРИВАТНО ПАРТНЕРСТВО У ФУНКЦИЈИ ПРЕВАЗИЛАЖЕЊА АКТУЕЛНЕ ФИНАНСИЈСКО- ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ

PUBLIC-PRIVATE PARTNERSHIPS AS FUNCTION TO OVERCOME CURRENT FINANCIAL-ECONOMIC CRISIS

*„Морамо оптимално развијати
нова знања да би смо могли
искористити она већ научена
(стечена)!”*

Скот Адамс

Резиме

Савремени глобализацијски токови и процеси регионалног повезивања националних привреда, а посебно успјешније провођење интеграције у Европску унију, подразумевају потребу замашних инвестирања у инфраструктуру, нарочито у области саобраћаја, енергетике, телекомуникација, водопривреде, као и пружања услуга у домену општедруштвених дјелатности (школство, здравство, култура, спорт и сл.). Међутим, средствима неопходним за ефикаснију реализацију предњег не располаже већина земаља, посебно оних мање развије-

* Економски факултет, Универзитет у Бањој Луци, djoko.slijepcevic@efbl.org

** Комисија за концесије Босне и Херцеговине

*** Економски факултет, Универзитет у Бањој Луци

них и у процесу транзиције, што је случај и са Босном и Херцеговином. Наиме, с обзиром да Босна и Херцеговина и њени ентитети имају веома ограничену инвестициону компоненту у својим буџетима, не може се очекивати да се буџетским улагањима значајније оснажи јавна инвестициона потрошња. Ово тим прије када се има у виду да је глобална финансијско-економска рецесија (у комбинацији са сложеним структуралним проблемима и ниском конкурентношћу домаће привреде) условила погоршање готово свих кључних економских индикатора земље и њених ентитета. Стога је неопходно чинити напоре и стварати претпоставке за што успјешније привлачење, односно ангажовање страног капитала у сврху реализације поменутих циљева, а *јавно-приватно партнерство* представља један од посебно погодних облика инвестирања, како страног, тако и домаћег приватног капитала у сврху финансирања инвестиција у области експлоатације природних ресурса, изградње инфраструктурних и других јавних добара или пружања услуга, што је предмет разматрања овога рада. При овом, у раду се наводе основни модалитети партнерства, као и основне врсте ризика који су један од кључних елемената при процјени оправданости уласка у аранжмане ове врсте, а на крају рада даје се приказ односа финансијских институција према јавно-приватном партнерству.

Кључне ријечи: јавно-приватно партнерство, јавна добра и услуге, криза, јавни сектор, ризик, приватни капитал, инфраструктурне инвестиције, рецесија.

Summary

Contemporary globalization trends and processes of regional connecting national trades, and particularly more successful implementation of integration into the European union, imply the need for huge investments into infrastructure, especially in the fields of transport, energetics, telecommunications, water-industry, as well as providing services in the domain of general societal activities (education, health system, culture, sports, etc.). However, most countries don't have the means necessary for an efficient realization of the above mentioned, particularly those less developed countries and countries in the process of transition, which is the case of Bosnia and Herzegovina. Namely, since Bosnia and Herzegovina with its entities has a very limited investment component in its

budgets, it can not be expected that public investment expenditure will be strengthened significantly by budgetary investments. This is particularly true if we bear in mind the fact that the global financial and economic recession (in combination with complex structural problems and low competitiveness of domestic trade) has caused downturn of almost all key economic indicators of the country and its entities. It is therefore necessary to make all efforts and create assumptions for the most successful attraction, i.e. engagement of foreign capital possible for the purpose of realization of the mentioned goals, and *public-private partnership* represents one of the particularly apt forms of investing, both foreign and domestic private capital for the purpose of financing investments in the field of exploitation of natural resources, building infrastructure and other public goods or providing services, which is the subject matter of this work. The work cites the main modalities of partnership, as well as the basic kinds of risk which are a key element in evaluating justification of entering into arrangements of this sort, and in the end there is an outline of the relations between financial institutions and public-private partnership.

Key words: public-private partnership, public goods and services, crisis, public domain, risk, private capital, infrastructural investments, recession.

Уводне напомене

Када је Међународни монетарни фонд (ММФ) објавио готово драматичну пројекцију просјечног глобалног пада економских активности за 1,3% у 2009.¹ години, многе земље чланице Европске уније (ЕУ) нису могле ни претпоставити да ће се суочити и са знатно већим економским погоршањем у односу на просјечни пад у ЕУ. Тако је пад економских активности у Њемачкој, према првим извјештајима ММФ-а, износио чак преко 6%, а у Ирској више од 8% у односу на исти период 2008. године.

Иако посљедњи извјештаји говоре да су неке европске земље, као што су Француска и Њемачка, већ у другом кварталу 2009. године изашле из депресије, те биљеже скроман економски раст од 0,4%, и даље је неизвјесно када ће већина европских земаља у цјелости превазићи рецесију. Поред тога, стопа незапослености у скоро свим

¹ IMF World Economic Outlook, 2009.

европским земљама наставља расти и у 2010. године, а према многим прогнозама не очекује се да ће доћи до значајнијег раста запослености прије 2012. године.²

У тражењу одговора на насталу рецесију, земље ЕУ усвојиле су низ програма и мјера за њено сузбијање и превазилажење. Учињене су многе интервенције усмјерене ка одржању ликвидности финансијског сектора као почетног одговора на глобалну финансијско-економску рецесију, а потом је услиједио низ стимулативних (краткорочних и средњорочних) програма подршке кључним секторима и индустријским гранама. Ту, у првом реду, спадају инвестиције у инфраструктури, енергетици и истраживању и развоју.

Према извјештајима Европске комисије, укупне стимулације у ова три сектора износе око 57 милијарди евра, или 0,45% БДП-а на нивоу ЕУ. Највећи дио стимулација односи се на инвестиције у инфраструктуру у износу од 32 милијарде евра, односно 56% свих стимулација. Слиједе инвестиције у енергетику са око 20 милијарди евра и 4,9 милијарди евра у истраживање и развој.³ При процјени и провођењу мјера за ублажавање кризе кроз инвестиције у инфраструктуру, енергетику и истраживање и развој, преовладавало је мишљење да ове инвестиције имају позитивне ефекте прелијевања и да су везане за ширу политику и циљеве зацртане у Лисабонској стратегији (развој базиран на економији знања и иновација, те енергетска ефикасност и мјере везане за екологију и климатске промјене). Такође је процијењено да ове инвестиције требају имати значајан утицај на буџет, као и повољан однос учинка и уложених средстава.

Када је у питању инфраструктура, све чланице ЕУ осим Литваније, провеле су мјере везане за улагања у инфраструктуру. Преко 60% ових мјера односе се на директне инвестиције у јавну инфраструктуру, док се трећина мјера односи на стимуланс инвестиција приватног сектора. Око 20% мјера је већ планирано прије рецесије, а остале мјере су имплементиране као директан одговор на кризу. Готово 65% свих мјера у инфраструктури односи се на транспортну инфраструктуру. Да би се анализирали ефекти ових мјера потребно је да прође извјесно вријеме, но чињеница је да је у овом сегменту постиг-

² ЦПУ – Центар за политике и управљање БиХ: Пут ка опоравку – одговори на економску кризу и средњорочне перспективе развоја у Европској унији и Босни и Херцеговини, Сарајево, 2010.

³ Европска комисија: Economic Forecasts. Spring 2009. European Economy, 3/2009.

нута додатна вриједност, као и усклађеност са дугорочним развојним циљевима. Посебно се то односи на политику инвестирања у транспортну инфраструктуру која краткорочно повећава запосленост становништва, али има и дугорочно позитиван ефекат на развој других привредних капацитета, као и на околиш. У једном броју земаља фокус инвестиција је усмјерен ка еколошки нешкодљивој транспортној инфраструктури, као што су жељезнице и луке. Тако је шпанска влада у октобру 2010. године представила план инвестирања у инфраструктурне пројекте вриједан 17 милијарди евра, а који се односи на 28 пројеката за изградњу и реконструкцију путева и жељезница⁴. Највећи дио пројеката, укупно 19, односи се на изградњу и реконструкцију брзих пруга, а 9 пројеката се односи на изградњу и реконструкцију путне мреже. Ови пројекти ће бити финансирани по моделу *јавно-приватног партнерства* – *ЈПП (Public Private Partnership – PPP)*, а први тендери се планирају провести крајем 2010. године. Подршку овим пројектима дале су четири највеће шпанске банке (BBVA, Caja Madrid, La Caixa и Santander).

Инвестицијама од око 20 милијарди евра у енергетском сектору и мјерама за развој обновљивих извора енергије, уз усавршавање дистрибуције енергије, циљ је ваљаније усаглашавање понуде и потражње у овој области, а самим тим и повећање ефикасности европског енергетског система. Наиме, влада мишљење да, када се економија почне опорављати, глобална потражња за високо софистицираним енергетским технологијама и услугама, те за еколошки прихватљивим изворима енергије биће веома изражена, а такве технологије су посебно конкурентне на свјетском тржишту. Политике и мјере које подразумијевају образовање висококвалификоване радне снаге и креацију иновативних предузећа, имаће значајан утицај и на функционисање других сектора.

Све земље ЕУ (осим Румуније, Грчке и Малте) предузеле су одговарајуће мјере везане за енергетску политику, укључујући и енергетску ефикасност⁵. Највећи ефекти у овом сектору су заправо везани за иновације у малим и средњим предузећима у овој индустрији, а будући да је готово сваки бизнис везан за енергију, повезаност и условљеност је вишеструка. Напокон, при изласку из рецесије конкурент-

⁴ <http://www.infrastructureinvestor.com/article.aspx, article=57367>

⁵ Европска комисија: The EU's response to support the real economy during the economic crisis: an overview of Member States' recovery measures, 2009.

ност у енергетски ефикасном пословању све је снажнија, те се тиме ове мјере везују за успјешност будућег пословања – све у правцу технолошке и енергетске конкурентности ЕУ.

1. Нужност покретања инвестиција у Босни и Херцеговини и њеним ентитетима

Дјеловање глобалне економске кризе на босанскохерцеговачку економију (у комбинацији са дугорочним структуралним проблемима и ниском конкурентношћу домаће економије), узроковало је погоршање скоро свих кључних економских индикатора у земљи. С обзиром да БиХ има веома ограничену инвестициону компоненту у буџетима, тешко је очекивати да се може буџетским улагањима значајно повећати јавна инвестициона потрошња.

Вијеће министара БиХ и ентитетске владе су усвојиле пакете мјера за сузбијање посљедица свјетске економске кризе, а БиХ потписала *stand-by* аранжман са ММФ-ом у вриједности од 1,2 милијарде евра у јулу 2009. године. У принципу, усвојене мјере се могу подијелити на *рестриктивне, подстицајне* и мјере *социјалног* карактера. Највећи дио зацртаних и спроведених мјера је у сфери рестриктивног дјеловања, а условљен је захтјевима ММФ-а.

Средњорочно посматрано, покретање значајнијих јавних инвестиција и њихово финансирање зависиће од три кључна фактора⁶:

- Прво, од кредитних средстава која БиХ има на располагању (скоро 2 милијарде КМ) и средстава која може добити (и реализовати) од међународних финансијских институција за развојне пројекте.
- Друго, од средстава која су акумулирана и намијењена за инвестиције од стране предузећа у већинском државном (ентитетском) власништву и средстава ентитетских развојних банака.
- Треће, од способности привлачења улагања домаћег и иностраног приватног сектора.

Према највећем броју критерија, БиХ је средње задужена земља која има капацитет додатног задуживања, али до сада одобрена, а не реализована кредитна средства представљају препреку додатном озбиљнијем задуживању у инвестицијско-развојне сврхе. С друге

⁶ ЦПУ – Центар за политике и управљање БиХ: *Пут ка опоравку – одговори на економску кризу и средњорочне перспективе развоја у ЕУ и БиХ*, Сарајево, 2010.

стране, не постоје довољно прецизни подаци о финансијским резервама које су на располагању (нпр. резерве јавних предузећа), а које се планирају употребити за јавне инвестиције у кратком и средњем року, поготово у сектору енергетике и телекомуникација. Но и поред значајних кредитних средстава која БиХ има на располагању, добијених од међународних развојних банака, није дошло до убрзања инвестиционих улагања.

Имајући у виду средњорочне импликације аранжмана са ММФ-ом, према многим анализама и мишљењима оне се могу сматрати изузетно неповољним. Наиме, БиХ ће у прве три године аранжмана по судити до 1,2 милијарде евра да би се покрили дефицити у буџету⁷, узроковани предимензионираном општом потрошњом и неефикасном социјалном политиком. С обзиром на чињеницу да трансхе кредита требају бити враћене у четвртој и петој години аранжмана, то чини озбиљна ограничења за будуће програме везане за могућности значајнијих инвестиција. Иначе, узимајући у обзир предимензионираност социјалних издвајања, те потрошње на дохотке државних службеника и других административних трошкова, инвестиције и инвестициона потрошња финансирана из буџета ће током трајања аранжмана са ММФ-ом бити веома ниска. Ово ће се поготово односити на период отплате кредита, тј. од средине 2012. године. Отуда се намеће закључак да развојни пројекти у БиХ тешко могу бити спроведени ослањајући се на буџетске изворе, те остаје она трећа могућност - привлачење приватног капитала за финансирање инвестиција од општег друштвеног интереса.

2. Јавно-приватно партнерство у функцији финансирања јавних инвестиција

2.1. Појам и суштина јавно-приватног партнерства

Потребе многих земаља за социјалним давањима и привредним развојем увелико премашују финансијске капацитете, односно могућности њиховог јавног сектора. Све већа потражња за бољом ин-

⁷ Вијеће министара БиХ, Влада РС, Влада ФБиХ, Упит за stand-by аранжман Босне и Херцеговине од ММФ-а, доступно на <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=23139.0>

фраструктуром и јавним услугама (саобраћај, енергија, градска инфраструктура, спорт, здравство, школство) наилази на значајна фискална ограничења. Овај проблем, у посљедње вријеме, погоршава глобална економска и финансијска криза својим негативним утицајем на раст БДП-а и функционисање финансијско-кредитног тржишта. Но, одржавање привредног раста једне земље у све већој мјери зависи од даљег развоја стратешких инфраструктурних мрежа, посебно на регионалном нивоу. Међутим, како се јавни буџети суочавају са растућим притиском неизмиреног дуга, постаје све јасније да је превазилажење тога финансијског јаза могуће једино одговарајућим мобилисањем ресурса приватног сектора, а посебно по основу ЈПП.

Принцип партнерства приватног и јавног сектора – ЈПП обезбјеђује јединствени оквир за привлачење ресурса приватног сектора у сврху развоја јавне инфраструктуре, омогућавајући одговарајућу распојелу ризика између влада и инвеститора. Наиме, очито је да јавни сектор не може самостално и довољно ефикасно задовољити растуће потребе за јавним добрима и услугама, те да треба подршку других сектора у друштву, а јавно-приватно партнерство је једна од форми такве сарадње. Иначе, ово партнерство се темељи на препознавању користи које и јавни и приватни сектор могу имати од удруживања финансијских средстава и експертних знања у циљу побољшања основних услуга за све грађане. Може се рећи да ЈПП представља алтернативу пуној приватизацији, комбинујући предности оба сектора на начин да се друштвена одговорност, свијест о потреби заштите околине и јавној одговорности државног сектора комбинује са финансијама, технологијом, дјелотворним управљањем и предузетничким духом приватног сектора.

У контексту предњег, под јавно-приватним партнерством подразумева се цијели спектар могућих односа између власти (јавни сектор) и других организација које нису владине (приватни сектор), како би се провели јавни пројекти или пружиле одређене јавне услуге. Заједница има непосредну улогу у таквим аранжманима као корисник, нпр. изражавајући цијену коју је заједница спремна плаћати за прихватљив ниво услуга, али има и посредну улогу у промишљању политике развоја својег окружења, а код мањих ЈПП пројеката и локална заједница може преузети улогу јавног партнера.

Најкраће речено, постоје три основна услова који говоре у прилог остваривања јавно-приватног партнерства, и то:

- криза,
- појављивање и укључивање „покретача”,
- постојање некога ко служи као катализатор.

Обезбјеђујући посебно погодан модел за превазилажење фискалног јаза између инфраструктурних потреба и расположивих средстава јавног сектора, нудећи инвеститорима могућност структурисане расподјеле ризика уз гаранције државе, ЈПП чини значајан потенцијал, односно форму привлачења директних страних инвестиција, доприносећи унапређењу развоја стратешке инфраструктуре. Осим тога, у пракси је потврђено да ЈПП може играти значајну улогу и у унапређењу квалитета и у снижавању цијена јавних услуга, убрзавајући реформу јавне управе путем преноса знања из приватног у јавни сектор. Међутим, треба имати у виду да структурисање и реализација ЈПП није једноставно и захтијева – како техничко стручно знање, тако и обезбјеђивање одговарајућег правног и институционалног оквира.

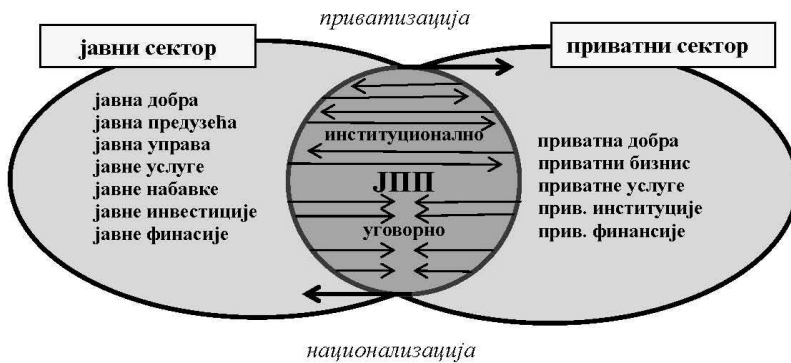
Концепт ЈПП познаје велики број тумачења, а најчешће се користи дефиниција коју је дала Комисија за приватно финансирање инвестиција (*Public Finance Initiative – PFI*), по којој „ЈПП је дугорочни однос између јавног и приватног сектора у коме се дијели ризик на основу заједничких настојања да се оствари пожељан резултат јавних политика”⁸.

Дакле, ЈПП је уговорни однос чији су потписници државне институције и приватна предузећа, а чији је предмет обављање, односно реализација одређеног пројекта од општег значаја у којем сваки субјект доприноси одговарајућим ресурсима, сходно својим могућностима, и учествује у планирању и одлучивању. Циљ је да се постигне што већа ефикасност, лакши приступ капиталу, те да се подијеле финансијски и ризици у погледу рокова, а истовремено обезбиједи примјена и поштовање високих стандарда заштите животне средине и безбједности запослених.

Ради илустрације, јавно приватно партнерство, шематски, може се представити на сљедећи начин:

⁸ Treasury Task Force: *Technical Note No. 1: How to Account For PFI Transactions* (HM Treasury, London, 1998).

Слика 1: Шематски приказ јавно-приватног партнерства



Да би уопште оправдао своју примјену, модел јавно-приватног партнерства мора почивати на принципима који ће обезбиједити да:

- партнерство буде корисно за све стране (јавни сектор, приватни сектор, корисници - потрошачи),
- процедуре избора приватног партнера буду јавне и транспарентне,
- процес избора приватног партнера буде ефикасан,
- ризике преузме она страна која их најефикасније може решавати.

Јавно-приватно партнерство позиционира се између традиционалних облика обављања јавних послова (јавне набавке, оснивање јавних предузећа, уговарање услуга, уговарање управљања, лизинг) гдје јавни сектор преузима комплетну одговорност и све ризике у процесу финансирања, изградње и управљања објектом од јавног значаја и приватизације када све наведене активности обавља приватни сектор, за које је у цјелости и одговоран.

Иначе, може се рећи да партнерство јавног и приватног сектора у основи обухвата двије димензије, и то *стратешку* и *оперативну*. Стратешка димензија се односи на координирање политичких циљева и одређивање прикладних улога сваког партнера, док се оперативна бави реализацијом предвиђених пројеката. Погодности које пружа сарадња јавног и приватног сектора постају све очигледније посљедњих година, а највеће предности ЈПП модела су то што се развија иновативни начин финансирања којим се остварује, односно постиже бржа изградња, мањи трошкови, боља алокација ризика, квалитетнија услуга, ствара се додатни приход, смањују се кашњења у

изградњи, побољшава управљање, маркетинг, тарифна политика, финансијски инжењеринг и сл.

Елементи који су утицали на појаву јавно-приватног партнерства, као и покретачи за његову примјену, могу се табеларно приказати на следећи начин:⁹

Табела 1: Елементи и покретачи настајања – примјене ЈПП

ЕЛЕМЕНТИ	ПОКРЕТАЧИ
<i>Финансијске потребе Лоша постојећа или неизграђена инфраструктура</i>	Политичко окружење: <i>политичка воља или обавеза</i>
<i>Потражња за јавним услугама Повећање ефикасности и креативности</i>	Правно окружење: <i>поједностављење процедура</i>
<i>Конкуренција на тржишту Недостатак домаћег искуства</i>	Јавно мњење: <i>јавност прихвата укључење приватног сектора</i>
<i>Парцијалне специјализације Проширење базе националних стручњака</i>	Стручна јавност: <i>искуство спонзора пројеката</i>

Суштина сваког ЈПП је у расподјели ризика између приватног и јавног сектора. Наиме, за успјех ових пројеката важно је установити ризике повезане са сваком компонентом и фазом пројекта, те алоцирати их тако да се тиме осигура најбоља вриједност и сигурност, односно ефикасност за уложене ресурсе. При овом, могућности које стоје на располагању за пружање јавних услуга крећу се од непосредног пружања услуга државе до потпуне приватизације, када надлежни орган државне власти све одговорности, ризике и награде преноси на приватни сектор.

2.2. Основни модалитети ЈПП

Уговори из подручја дугорочне сарадње јавног и приватног сектора обухватају активности финансирања, дизајнирања, имплементације и операционализације пројеката из подручја изградње инфраструктуре и пружања јавних услуга. При овом, ти уговори могу бити различите обухватности, односно садржине, а најчешће врсте ЈПП уговора су:

⁹ Аралица, З. et. al. *Пројектно финансирање*. Загреб: Економски институт, 2005.

- Дизајнирање и изградња (Design & Build – DB)¹⁰: влада закључује уговор са приватним партнером који дизајнира и гради инфраструктуру или одређени објекат у складу са спецификацијама јавног сектора, најчешће за фиксну цијену, те је трошковни ризик углавном пренесен на приватног партнера;
- Уговор одржавања и управљања (Operation & Maintenance Contract – O&M): у складу са потписаним уговором и под одређеним условима приватна фирма управља јавном имовином, која и даље остаје у државном власништву;
- Дизајнирање/пројектовање, изградња, финансирање и управљање (Design & Build & Finance & Operate – DBFO): најчешће је коришћен модел ЈПП који приватном сектору омогућава да осмисли, финансира и изгради јавно добро, прихвата га у дугорочни најам и њиме управља (убире приход у уговореном периоду), а након истека најма предаје га јавном сектору;
- Изградња, посједовање и управљање (Build & Own & Operate – BOO): приватни сектор финансира, гради и управља добром у свом власништву током уговорног периода. Овдје постоје и одређена ограничења за приватни сектор која произилазе из прецизно дефинисаног уговора и спроводе се кроз перманентно регулисање од стране одговарајућих структура јавне власти;
- Изградња, посједовање, управљање и пренос (Build & Own & Operate & Transfer – BOOT): јавни партнер даје франшизу приватној компанији за финансирање, дизајн, изградњу и управљање добром као и право да наплаћује коришћење током одређеног периода, након којег се власништво над добром предаје јавном сектору. Приватни сектор преузима у потпуности и оперативно управљање одређеним инфраструктурним објектима за вријеме трајања уговора;
- Куповина, изградња и управљање (Buy & Build & Operate – BBO): влада врши трансфер јавне имовине приватном (или мјешовитом) ентитету који исту унапређује и њоме управља током одређеног (уговором предвиђеног) временског периода;
- Лиценца управљања (Operation License): често се користи код информационо-телекомуникацијских (ИТ) пројеката гдје при-

¹⁰ Напоменимо да има схватања по којима пројекти овог типа нису дио спектра ЈПП.

ватна компанија добија дозволу или право да пружа јавну услугу у одређеном временском раздобљу;

- Самофинансирање (Finance Only): приватни сектор, (обично финансијска установа), непосредно финансира пројекат или користи различите механизме финансирања, попут издавања обвезница и сл.

Јавно-приватно партнерство се у многим земљама показало као веома ефикасан, користан и флексибилан начин ангажовања капитала, знања, вјештина и других домаћих и страних потенцијала. Оно се може остваривати институционално – оснивањем заједничког предузећа или уговорним регулисањем улагања у заједнички пословни подухват. При овом, од интереса партнера зависи начин на који ће регулисати своје односе, водећи рачуна да то буде најефикаснији и најрационалнији приступ, са што мање администрирања и трошкова, доприносећи тиме побољшању економске ефикасности пројекта.

2.3. Основне врсте ризика у ЈПП

Иако јавни сектор приступа партнерствима из различитих интереса, односно мотива, свакако да је један од најзначајнијих *подјела ризика, као и користи* које се остварују по основу партнерства са приватним сектором. Јавни сектор, при том, остварује *побољшану вриједност за новац* оптималном алокацијом пројектованог ризика између јавног и приватног сектора, засновану на њиховим појединачним способностима да користе своја средства и на тај начин управљају ризицима. На другој страни, приватни сектор остварује корист кроз надокнаду за пружање услуга директно, од крајњих корисника, или индиректно, од јавног партнера.

При успостављању партнерских односа планирани ризици се увијек дијеле између приватног и јавног сектора, а процјена ризика је један од кључних елемената анализе пројектата и оправданости уласка у аранжмане ЈПП. Ови ризици најчешће обухватају *ризик изградње, ризик расположивости, ризик потражње, оперативни и ризик одржавања, ризик резидуалне вриједности, финансијски ризик* и сл.

Полазећи од напријед изложеног, у најкраћем, сви ти основни ризици могу се, табеларно, представити на сљедећи начин:

Табела 2: Основни ризици ЈПП и појашњење њихове суштине

Врста ризика	Појашњење
<i>Ризик изградње</i>	У монетарном смислу, ризик изградње може да подразумејева нпр. повећање стопе инфлације изнад планиране, настајање неочекиваних проблема или повећање трошкова изградње што може довести у питање укупну профитабилност пројекта. Са технолошког становишта (техничка компонента ризика), ризик подразумејева техничке елементе поступка изградње (нпр. ако се у току изградње утврди да постојећа техничко-технолошка конструкција не омогућава несметану употребу).
<i>Економски ризик – ризик тражње</i>	Нестабилност потражње у односу на очекивану у тренутку потписивања уговора, независно од ангажовања приватног партнера, уобичајен је ризик који сноси приватна страна у тржишној економији. Ова врста ризика има шири утицај и често је присутна у развијеној тржишној економији. Чак и након што се објекат заврши и почне да функционише планираним капацитетом, очекивана стопа поврата на уложени капитал инвеститора може да буде доведена у питање ако дође до промјене услова на тржишту.
<i>Финансијски ризик</i>	На финансијски ризик утиче структура извора финансирања пројекта и уговорене каматне стопе. Уколико на тржишту, нпр. дође до повећања каматних стопа (у случају када је дуг уговорен по варијабилној каматној стопи), обавезе по кредиту ће се повећати, а добит и стопа приноса на уложени капитал смањити. Комерцијалне банке и други кредитори углавном не уговарају фиксне каматне стопе, штитећи се и сами од ризика.
<i>Ризик инфлације</i>	Вјероватност одступања стварних од планираних стопа инфлације.
<i>Валутни ризик</i>	Настаје у случају када су новчани приливи или одливи исказани у више валута, односно када су новчани приливи исказани у једној, а одливи у другој валути. Промјена интервалутног курса утиче на способност пројекта да сервисира дуг. Ризик је могуће смањити или искључити уколико се обавезе (задужења) уговарају у истој валути у којој се остварују приходи.
<i>Еколошки ризик</i>	Јавља се у случају када коришћење пројекта дјелује штетно на околину. Промјена еколошких прописа може утицати на повећање трошкова ради заштите животне средине. И ова врста ризика може прерасти у политички ризик, који угрожава пословање и остваривање планиране стопе поврата на уложена средства.
<i>Политички ризик</i>	Ова врста ризика зависи од активности власти и евентуалних промјена њихових одлука и приоритета. Повећање или смањење пореза, нпр. утиче на пословање, финансијски резултат и на способност пројекта да сервисира дуг. Тако, економски или валутни ризик често може прерасти у политички, који има већи утицај на тржишна кретања.
<i>Ризик одржавања</i>	Односи се на могуће (и најчешће) одступање стварних трошкова одржавања од оних који су планирани.
<i>Ризик расположивости сировина</i>	Односи се на вјероватност да ће пројекат располагати потребним количинама сировина у читавом периоду експлоатације. Кредитори често траже независне анализе и процјене извора и расположивости сировина током експлоатације, како би били сигурни у успјешност пословања.
<i>Оперативни ризик</i>	Односи се на могућност, односно вјероватноћу да ће оперативни трошкови одступати од планираних.
<i>Технолошки ризик</i>	Подразумјева увођење нових технологија и производних процеса; ако застарјела технологија у току процеса производње закаже, мијења се новом, што представља додатне, непланиране трошкове. Овај се ризик донекле може избјећи увођењем савремених технологија у објекат у изградњи.

2.4. Регулаторно-правни оквир провођења ЈПП

Јавни сектор треба успоставити одговарајући правни оквир за уговарање и провођење партнерства, односно за инвестирање приватног сектора по овом партнерском основу. Врло је важно увести одговарајуће механизме, како би се смањила могућност за корупцију у било којој фази партнерског процеса. Непредвиђени и нефер поступци у партнерствима смањују политичку прихватљивост и интерес многих приватних инвеститора. Влада такође мора поставити јасан регулаторни оквир и мора примијенити одговарајуће тарифне режими и потицајне механизме. Посебно јавни сектор треба дефинисати јасну расподелу одговорности између националне владе и локалне самоуправе, те јасно исказати своју улогу као онога који регулише цио процес, тј. осмишљава и реализује ЈПП.

Владини и пословни лидери не могу градити партнерство сами. Наиме неопходно је остварити одговарајуће политичко, односно општедруштвено прихватање укључивања приватног сектора у процесе партнерства. Јавност мора видјети учествовање приватног сектора као корисно, ако се жели да партнерство траје на дуги рок и оствари жељене ефекте. Јавно прихватање укључивања приватног сектора у дужем временском периоду, зависиће, првенствено, од пружања договорених (тј. уговором регулисаних) услуга и остварене користи по прихватљивим цијенама. Због тога, врло је важно развити механизме којима би се осигурало да организација која пружа услугу буде у пуној мјери одговорна према својим корисницима, било да се ради о организацији из јавног или приватног сектора. Јавна подршка ће, такође, зависити и од могућности партнерства да се задовоље потребе свих учесника. На примјер, службеници у јавним установама могу бити извор великог отпора повећаном укључивању приватног сектора у пружању услуга, уколико би то могло угрозити сигурност њихових радних мјеста. Због тога сви уговори о ЈПП требају осигурати трајност запослености или збрињавање јавних службеника, као и запошљавање локалног становништва у највећој могућој мјери.

Процес стварања правног оквира за концесије, а тиме и за ЈПП у БиХ, отпочео је још током 2002. године када су усвојени закони о концесијама на нивоу БиХ и њених ентитета: Закон о јавним набавкама БиХ и основане Комисије за концесије, односно Агенција за јавне набавке у БиХ. Поред ових закона правни оквир за примјену ЈПП чине и други закони који се посредно или непосредно односе на правну регулативу и принципе у појединим секторима. Може се ре-

ћи да законски оквир који поставља основне принципе у реализацији овог економско-правног модела инвестирања у БиХ, обухвата и ентитетске и кантоналне законе који регулишу рад локалне самоуправе, комуналну дјелатност, управљање грађевинским и пољопривредним земљиштем и друге законске и подзаконске нормативне акте. Током 2009. године у Републици Српској и Федерацији БиХ приступило се и доношењу закона о ЈПП, тако да је овај закон у РС усвојен док се у ФБиХ налази у парламентарној процедури. Законом о јавно-приватном партнерству Републике Српске¹¹ постављен је оквир за примјену ЈПП, полазећи од ширих привредних и социјалних циљева којима се руководи инфраструктурни развој. Новина коју доноси Закон о ЈПП-у је регулисање обавезе праћења, надзора и контроле реализације пројекта ЈПП, као и вођење јединственог регистра уговора о ЈПП-у.¹² Тако, *мониторинг провођења уговора*, врши надлежно министарство за сваки појединачни пројекат ЈПП, по правилима, критеријумима и механизмима који су утврђени законима, подзаконским актима, а прецизније се дефинишу уговором. *Надзор* над поступком избора понуђача, припреме и давања понуда, те уговарања и реализације уговорених пројеката по Закону о ЈПП РС, врши Министарство финансија, надлежни инспекцијски органи и Главна служба за ревизију јавног сектора.

Јавни партнер је обавезан прије прибављања сагласности на закључивање уговора да изврши анализу пројекта са становишта ефикасности и подјеле ризика, а која обавезно мора да садржи:

- Економске и финансијске показатеље пројекта, укључујући упоредну анализу трошкова и користи, примјеном јавно-приватног партнерства и примјеном других облика у вршењу јавних услуга;
- Неопходна финансијска средства из буџета Републике или јединица локалне самоуправе;
- Правни статус власништва;
- Ризике повезане са реализацијом пројекта, са посебним нагласком на утицај инвестиције на задужење буџета одговарајућег нивоа власти.

¹¹ Закон о јавно приватном партнерству РС, *Службени гласник РС*, број 59/09.

¹² У Регистар уговора о ЈПП треба да се упишу сви склопљени уговори заједно са свим прилозима који чине његов саставни дио, као и све касније измјене уговора и његових прилога.

2.5. Успостављање и фазе развоја маркета ЈПП

Успостављање и развој маркета ЈПП, у принципу се одвија поступно, корак по корак, а сваки од тих корака подразумева и одређене активности које се морају предузети како би се створили услови за што бољу примјену и реализацију ЈПП.

Први корак ка успостављању концепта ЈПП подразумева:

- дефинисање јасне политике и законодавног оквира,
- успостављање ЈПП средишњих јединица за вођење и реализацију пројеката,
- дефинисање институционалне структуре за ЈПП,
- усклађивање секторског законодавства и примјену Компаратора јавног сектора (Public Sector Comparator – PSC),
- примјену претходних искустава, (уколико постоје) из сектора транспорта и сл. на друге секторе.

Након провођења наведених активности које се односе на прву и основну фазу као предуслов за успјешну примјену модела ЈПП, могуће је кренути са првим озбиљнијим пројектима који могу послужити као добар *тренинг* већ успостављене структуре и тест за постојећу правну легислативу. У ово се, свакако, треба ући веома опрезно и ограничити се на мањи број једноставнијих ЈПП пројеката који ће послужити за прелазак у наредни ниво развоја модела.

Други ниво развоја ЈПП модела претпоставља да су се већ стекла почетна искуства и да се систем може унапређивати и озбиљније развијати тржиште на којем се нуде нови ЈПП пројекти. На том нивоу развоја модела активности се усмјеравају на:

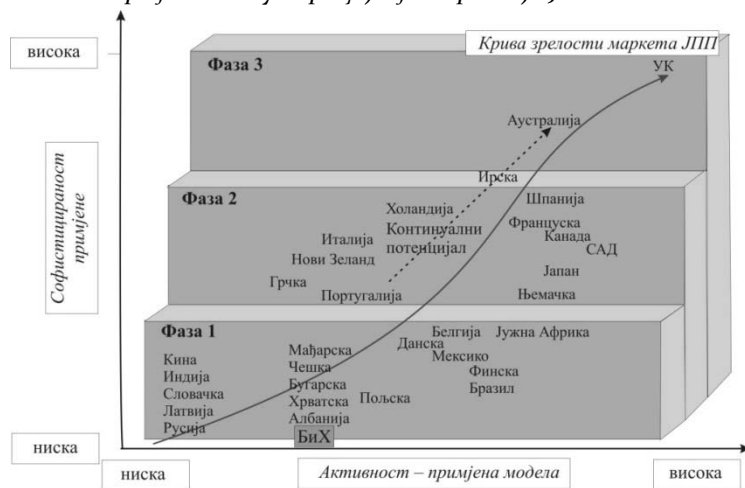
- успостављање централне ЈПП јединице (центра знања) или агенције за вођење пројеката,
- освајање и развој нових модела,
- ширење и јачање ЈПП тржишта,
- коришћење нових извора средстава са тржишта капитала,
- унапређење квалитета услуга и технологија,
- усмјеравање добити од ЈПП пројеката на вишенамјенске пројекте и различите секторе.

Трећи ниво развоја ЈПП модела је софистицирани ниво који подразумева да већ постоје богата искуства у примјени ЈПП, велики број пројеката који су у поодмаклој фази животног циклуса, већ остварену значајну добит од пројеката и већ прихваћене нове улоге и јавног и приватног сектора у заједничком партнерству. Активности које се проводе на овом нивоу развоја ЈПП односе се на:

- побољшање постојећих и успостављање нових - иновираних модела,
- унапређење креативности и флексибилности у међусобним улогама јавног и приватног сектора,
- коришћење софистициранијих модела процјене и преузимања ризика,
- веће фокусирање на укупни животни циклус пројеката,
- софистицирање тржишта и укључивање одређених структура пензионих фондова и приватних акционих фондова,
- преузимање нове улоге јавног сектора и пренос знања са приватног на јавни сектор у управљању инфраструктуром и услугама након истека животног вијека пројекта,
- претакање остварених користи од пројеката у финансијску имовину партнера,
- организовање јавног сектора и припремање за преузимање управљања пројектом по истеку партнерства.

Полазећи од напријед изложеног садржину појединих нивоа развоја ЈПП и активности које ти нивои развоја подразумијевају, графички можемо илустровати на следећи начин:

Слика 2: Графичка илустрација фаза развоја ЈПП¹³



¹³ Амовић, М. ЈПП као нови модел финансирања инфраструктуре и услуга у БиХ: докторска дисертација. Бања Лука: Универзитет пословних студија у Бањој Луци, 2010, стр. 354 (Преузето: A Deloitte rearsch study, the role of pabic private partnership, New York, 2008).

Као што се може видјети из предње графичке илустрације (Сл.2), већина европских земаља налази се у прве двије фазе развоја модела ЈПП. На трећем нивоу се налазе Енглеска и Ирска, као и Аустралија која веома успјешно користи овај модел финансирања, односно инвестирања.

2.6. Јавно-приватно партнерство је скупо и споро – зашто га користимо

Пројекти ЈПП-а, чак и у развијеним тржишним привредама и ефикасним друштвено-економским системима, захтијевају значајна финансијска средства која јавни сектор мора издвојити за плаћање стручњака који ће помоћи у процесу припреме, развоја и провођења самог поступка тендера за додјелу пројекта. Тако, на примјер, у Великој Британији, гдје је достигнут висок степен стандардизације у припреми и дизајнирању пројеката ЈПП, ти трошкови само од фазе предквалификације до додјеле и закључивања уговора, износе и до 2,6% од укупне вриједности пројекта. С обзиром да та фаза просјечно траје око 36 мјесеци, поставља се питање: Због чега јавни сектор ангажује толике ресурсе, новац и вријеме да би се имплементирали пројекти по моделу ЈПП? При тражењу одговора на предње, треба истаћи да постоји низ фактора који мотивишу јавни сектор да приступи укључивању приватног капитала у финансирање инфраструктурних пројеката, од којих као најзначајније наводимо:¹⁴

- Низак ниво квалитета услуга које пружа јавни сектор, а што је често повезано са недовољно прегледном структуром трошкова и неефикасним методама набавке које прати корупција;
- Неадекватан технички менаџмент и недостатак одговарајућег менаџмента ресурса у јавном сектору;
- Ова улагања захтијевају замашна јавна средства – како у фази припреме, тако и у фазама имплементације, управљања и одржавања изграђене инфраструктуре, што често доводи до непредвиђених („пијаних”) трошкова.

Уз наведено, посебно треба истаћи потврду праксе да приватни сектор има, тј. остварује далеко већу ефикасност при реализацији

¹⁴ Delmon, J. *Private sector investment in infrastructure*. PPIAF, The World Bank, Wolters Kluwer, New York, 2009, pp. 9 – 10.

инфраструктурних пројеката у односу на јавни сектор. Ова ефикасност приватног сектора проистиче из многих фактора, као што су:¹⁵

- Напреднији – бољи финансијски инжењеринг, уз већи утицај на смањење просјечног – пондерисаног трошка капитала;
- Већа фокусираност на економичност, посебно на рационализацију – смањење трошкова рада и материјала;
- Израженији комерцијални приступ рјешавању проблема;
- Бољи потицаји за побољшање ефикасности, перформанси и охрабривање иновација;
- Мањи политички утицај на извршавање обавеза и доношење одлука;
- Већа транспарентност, компетентност и одговорност, што доводи до веће вриједности новца;
- Транспарентност структуре трошкова и једноставније набавке;
- Отвореност конкуренције и смањење простора за корупцију;
- Изолација од политичких утицаја (протууслуга).

Најкраће речено, укључивање приватног сектора у финансирање и управљање инфраструктурним пројектима омогућава јавном сектору да *пакет ризика* расподијели и да сваки ризик преузме она страна која може ефикасније њиме управљати. То би значило да за пројектовање, изградњу, пуштање у погон, одржавање и поврат уложеног, ризик треба да преузме приватни сектор као ефикаснији у управљању тим ризицима.

Умјесто закључка: Однос финансијских институција према ЈПП

У свим уговорима о ЈПП неизоставан учесник је и нека од финансијских институција која ће или кредитирати или на други начин учествовати у реализацији пројекта. У земљама које имају развијен модел ЈПП и веће искуство у његовој примјени, обично се након проведених тендерских процедура истовремено потписује уговор са приватном компанијом која је одабрана на тендеру и са финансијском институцијом која ће кредитирати ту компанију. Често се дешава код ЈПП уговора да и једна и друга страна (јавна институција и

¹⁵ Према, Delmon, J.: *Op. cit.* стр. 10.

приватни партнер) истовремено са закључивањем ЈПП уговора закључују и уговоре са финансијском институцијом или више њих о кредитирању њиховог дијела учешћа у пројекту.¹⁶

Иначе, треба истаћи да све финансијске институције у принципу поштују и примјењују општа правила која су садржана у *Зеленој књизи о ЈПП Европске комисије и коминикеима Европског парламента о ЈПП*, а такође се придржавају и правила UNCITRAL¹⁷ која се односе на јавне уговоре, радове и ЈПП. Да би обезбиједиле провођење наведених правила од стране уговарача ЈПП пројеката и помогле им у припреми и дизајнирању пројеката, банке неријетко формирају посебна одјељења, секторе па чак и своје институте који се баве развојем и унапређењем ЈПП и своја искуства преносе уговорним странама. Тако, нпр. Европска инвестициона банка (ЕИБ) снажно подржава пројекте ЈПП, како финансијски кроз повољна кредитна задужења и грантове, тако и стручно кроз властити развој најбољих пракси у примјени ЈПП и пренос тих искустава својим комитентима. С обзиром на чињеницу да ЈПП добија на важности као модел за финансирање пријекто потребне јавне инфраструктуре у цијелој Европи, ЕИБ је до 2008. године подржала пројекте овог типа са више од 200 милијарди евра, а током сљедећих пет година ЕИБ је планирала издвојити још 100 милијарди евра за подршку пројеката ЈПП у саобраћају, здравству, образовању, заштити животне средине (екологије) и других јавних улагања кроз пројекте ЈПП-а¹⁸.

У циљу што успјешнијег развоја овог модела финансирања ЕИБ је са Европском комисијом у току 2008. године основала *Европски ЈПП центар за експертизу (European PPP Expertise Centre – EPPPEC)*, чији је основни задатак да помогне јавном сектору у превазилажењу недостатака у ЈПП пројектима. Иако је присутно знање и искуство у многим дијеловима Европе у јавном сектору, низ ауторитативних извјештаја потврђује како има доста неуспјелих пројеката и лоше праксе која ограничава економски раст и ефикасност ЈПП на тржишту ЕУ.

¹⁶ Напоменимо да сви ваљано дизајнирани пројекти ЈПП без већих тешкоћа налазе подршку финансијских институција. Међутим, у земљама које немају довољно развијен ЈПП модел финансирања и одговарајућег искуства у његовој примјени, није риједак случај да партнери након потписивања уговора нису у стању пронаћи финансијску институцију која ће тај пројекат подржати.

¹⁷ *United Nations Commission on International Trade Law.*

¹⁸ *Report 2008-EIB, www.eib.org-eppec 2008*

Новоосновани Европски ЈПП центар ће подијелити искуства, податке и информације из цијеле ЕУ о захтјевима за ефикаснијим пословањем и вјештинама за припрему и имплементацију уговора ЈПП. Свакако да ће искуство ЕИБ и ЕПППЕЦ особља у преговарању и закључивању ЈПП уговора у многоме помоћи јавном сектору да дође до што успјешнијих и квалитетнијих пројеката, односно уговора јавно-приватног партнерства.

Литература

1. Аћимовић, С. *ППП модел као облик сарадње јавног и приватног сектора*. Београд: Економски факултет Универзитета у Београду, 2007.
2. Бајрамбашић, И. *Достигнућа у финансирању инфраструктуре*. Сарајево: Графика Шаран, 2003.
3. Бендековић, Ј. *Водич за анализу трошкова и користи инвестиционих пројеката*. Загреб: Денона, 2007
4. Blackwell, M. *The PFI/PPP and property*. Oxford: Chandos Publishing Ltd., 2000.
5. Брежански, Ј.; Ченгија, К.; Врана, К. *Јавно-приватно партнерство и други начини управљања некретнинама*. Загреб: Графички завод Хрватске, 2007.
6. Delmon, J. *Private Sector Investment in Infrastructure*. 2 ed. New York: 2009.
7. EIB: *The EIB-s role in Public-Private Partnership (PPPs)*. Luxemburg: EIB, 2004.
8. Gassner, K.; Popov, A.; Pushak, N. *Does Private Sector Participation Improve Performance in Electricity and Water Distribution*. Washington: The World Bank, PPIAF, 2009.
9. Grout, P. *Value-for-money measurement in public-private partnerships*. Luxemburg: EIB Papers, Vol. 10, European Investment Bank, 2005.
10. Irwin, T. *Government Guarantees: Allocating and Valuing Risk in Privately Financed Infrastructure Projects*. Washington DC: The World Bank, 2007.

11. Irwin, T.; Mokdad, T. *Managing Contingent Liabilities in Public-Private Partnerships*, Washington DC: The World Bank, PPIAF, 2010.
12. Јовичић, Ж. *Јавно-приватно партнерство као антирециесиона мјера*. *Acta Economica*, бр. 12. Бања Лука: Економски факултет, 2010.
13. Марењак, С. *Јавно-приватно партнерство и његова примјена у Хрватској*. *Грађевинар*, бр. 59. Загреб: 2007.
14. Мрак, М. *Институционализација јавно-засебнега партнерства*. Љубљана: Факултета за управо, 2005.
15. Мужина, А.: *Облике јавно-засебнега партнерства с поударком на статуснем праву*, Институт за јавно управо, Љубљана, 2006.
16. Перић, Ј.; Драгичевић, Д. *Партнерство јавног и приватног сектора*. Ријека: Финтраде д.о.о., 2006.
17. Попов, Д. *Нека актуелна питања развоја концесија и добара у општој употреби*. Београд: Привредни Приручник I, 1991.
18. Posner, P.; Shin, K.; Tkachenko, A. *Public-Private Partnerships: The Relevance of Budgeting, Organisation for Economic Co-operation and Development*. Vienna: 2008.
19. Sanghi, A.; Sundakov, A. *Designing and using public-private partnership units in infrastructure: lessons from case studies around the world*. Washington DC: Gridlines Note No. 7, Public-Private Infrastructure Advisory Facility, 2007.
20. Слијепчевић, Ђ.; Иванић, М.; Амовић, М. *Јавно-приватно партнерство у функцији савременог друштвено-економског развоја*, *Рачуноводство*, бр. 9 – 10. Београд: „РАЧУНОВОДСТВО” д.о.о., 2010.
21. Трибус, М. *Право и политика јавних набавки ЕУ*. Сарајево: ЕУПП, 2006.

*Горан Радивојац**

ИЗАЗОВИ БЕРЗАНСКОГ ТРГОВАЊА У КРИЗНИМ УСЛОВИМА

CHALLENGES OF STOCK MARKET TRADING UNDER CRISIS CONDITIONS

Резиме

Берза и берзанско трговање у условима кризе постају кључно мјесто на којем се преламају интереси инвеститора, емитената, шпекуланата и хецера. Адекватно и поуздано функционисање берзанског тржишта и пратеће тржишне микроструктуре је од пресудног значаја за креирање и одржавање повјерења јавности у функционисање берзе, берзанског система трговања и берзанске цијене хартија од вриједности којим се тргује на тржишту. Значај микроструктуре финансијског тржишта се огледа у чињеници да учесници (индивидуални и колективни-професионални инвеститори) промптно реагују на објављене берзанске цијене, те дисфункционалност берзанског система трговања може да има врло штетне посљедице: не само на берзанско тржиште већ и на глобални реални и финансијски сектор. Савремено тржиште је под доминантним утицајем информационих технологија, те је неопходно сагледати све доступне моделе као и искуства са водећих финансијских тржишта како би се могао дати и критички осврт на тзв. „мала” локална финансијска тржишта и њихову будућност.

Кључне ријечи: микроструктура финансијског тржишта, регулација, финансијска криза

* Економски факултет, Универзитет у Бањој Луци, goran.radivojac@efbl.org

Summary

Under crisis conditions stock exchange and stock market trading become the breaking point where interests of investors, issuers, speculators and hedgers meet. Adequate and reliable functioning of stock market and its market microstructure is essential for creation and maintenance of public trust in stock exchange, stock trading system and stock price of securities traded on the market. The importance of microstructure of financial market is reflected in the fact that participants (individual and professional investors) react promptly to published stock prices, so malfunctioning of stock trading system can have very harmful consequences: not only for stock market but also for global real and financial sector. Modern market is dominated by the influence of information technologies; therefore it is necessary to consider all available models as well as experiences from leading financial markets in order to comment critically on so called „small” local financial markets and their future.

■ **Key words:** microstructure of financial market, regulation, financial crisis

Увод

Берзански послови, у основи, представљају најдинамичнији сегмент у оквиру циклуса управљања савременим финансијама. Свака куповина и продаја финансијских инструмената подразумева постојање организованог облика трговања – берзанског или ванберзанског. Без одговарајуће микроструктуре није могуће постојање савременог финансијског тржишта. Дисперзија послова на берзама у последњих тридесет година утицала је и на повећан интерес регулатора – државе, за стабилно функционисање финансијског тржишта. Криза из 2007. године је указала на бројне недостатке у регулисању креирања и трговања различитим врстама финансијских инструмената. Улога државе је постала доминантна у домену регулисања уз претпоставку да након искуства из свих досадашњих криза, њена улога у будућности може бити само значајнија. Брокерско – дилерски послови, уз остале посредничке активности на тржишту некретнина и финансијских деривата, означени су као извор кризних дешавања у претходне три године. План Сједињених Америчких Држава под називом *TARP* је дао одређене резултате, те је то и потврда да је откривен узрок кризе који је, релативно брзо, отклоњен. Криза са

најразвијенијих тржишта се врло брзо проширила и на локална финансијска тржишта, какво је и Бањалучка берза. Анализом показатеља трговања и обима брокерско – дилерских активности могуће је утврдити у којој се фази, у оквиру кризног циклуса, налази финансијско тржиште Републике Српске и какве су перспективе развоја овог и сличних тржишта у будућем периоду. Такође, посљедња финансијска криза је још једном отворила питање финансијског протекционизма најмоћнијих држава, као и контроле и утицаја на кретања капитала ка иностранству и из иностранства у посљедње три године.

1. Микроструктура савремене берзе

Берзу је могуће посматрати као одређену врсту корпорације (предузећа) која овлашћеним учесницима обезбјеђује инфраструктуру за трговање акцијама и другима хартијама од вриједности. У пракси постоји сталан интерес инвеститора, емитената, али и истраживача академске провинијенције за редизајнирање и редефинисање тржишног механизма.

Истраживачки аспект подразумијева дефинисање тржишне микроструктуре, разматрање проблема у функционисању тржишта, те креирање нових поступака и процедура које би тржиште учинили ефикаснијим и ефективнијим.

Посматрати микроструктуру финансијског тржишта није могуће без проучавања механизма трговања којима се тргује хартијама од вриједности. Проучавање процеса и резултата трговања финансијском имовином под специфичним условима и правилима треба да омогући адекватно разумијевање проблема савременог берзанског трговања, али и дефинисање нових праваца развоја берзанског трговања. Национални биро за економска истраживања (*National Bureau of Economic Research (NBER)*)¹ дефинише тржишну микроструктуру као поље изучавања које је изведено из теоријских, емпиријских и експерименталних истраживања тржишта хартија од вриједности. Оно укључује испитивање улоге информација у процесу откривања берзанске цијене хартија од вриједности, дефинисање, мјерење и контролу ликвидности хартија од вриједности којима се тргује на берзи, као и трансакционе трошкове и њихов утицај на ефикасност,

¹ www.nber.org

функционисање и регулацију тржишног механизма и структуре. За функционисање финансијског тржишта је заинтересован широк круг субјеката са специфичним партикуларним интересима. Такође, тржишна структура је у директној релацији са проблемима којима се баве дисциплине као што су – финансијски менаџмент, међународне финансије и менаџмент инвестиција.

Микроструктуру финансијског тржишта данас треба посматрати уз претпоставку да тржишне цијене хартија од вриједности којима се тргује на берзи не одражавају крајњу информациону ефикасност (јака форма ефикасности), да нису уравнотежене као и да постоји разлика између вриједности хартија од вриједности и њихове цијене на берзи. Уважавајући претходно наведено, јасно је да постоји простор за редефинисање микроструктуре финансијског тржишта у циљу подизања нивоа ефикасности тржишта и смањивања јаза (енг. *gap*) између вриједности и цијене хартија од вриједности којима се тргује на берзи.

Разматрати микроструктуру финансијског тржишта није могуће без објашњења и детерминисања појмова као што су цијене, тржишни налози и правила трговања.

Цијена финансијске имовине која се формира на тржишту називамо тржишном цијеном, трансакционом или берзанском цијеном. Тржишна цијена је резултат интеракције понуде и тражње за финансијским инструментима (берзанском робом). Цијена по којој се нека имовина нуди на продају је цијена понуде (енг. *ask price*), док је цијена по којој су учесници у берзанском трговању спремни да купе имовину цијена тражње (енг. *bid price*). У зависности од структуре понуде и тражње, модела трговања и тржишна цијена може бити једнака цијени понуде, цијени тражње, или се налазити у интервалу између цијене понуде и цијене тражње.

Тржишни налози су сљедећи битан елемент тржишне микроструктуре. Трговање на савременој берзи подразумијева постојање овлашћених учесника – најчешће су то брокери, који дјелују на основу налога клијената који су налогодавци у процесу купопродаје финансијских инструмената. Брокери дјелују као својеврсни агенти налогодаваца јер на бази њихових жеља и преференција креирају налог одређених карактеристика, те га уносе у берзански систем трговања. У основи, налоге можемо подијелити на тржишне и лимитиране налоге. Специфичност тржишних налога је да се они извршавају по тржишној цијени у одређеном периоду. За продавца најбоља је највиша

цијена коју је купац спреман да плати и обрнуто: за купца је најбоља најнижа цијена по којој је продавац спреман да прометује имовину. Лимитирани налози подразумевају постављање ограничења највише или најниже цијене у зависности од тога да ли је налогодавац купац или продавац имовине. Уколико је тржишне цијена изван интервала одређених лимитима, такав налог неће бити извршен, уз напомену да налози могу бити и временски лимитирани. Временски лимитирани налози су дневни, седмични, мјесечни и сл. Уколико налози у заданом временском периоду нису извршени, сматра се да су „истекли”, те је њихово обнављање под истим или промијењеним условима неопходно. Постоје и тзв. налози до опозива (енг. *Good till cancelled orders (GTC)*) који вриједе док год их налогодавац не повуче или откаже.

Дакле, током периода трговања, цијене се утврђују кроз упаривање налога, у складу са одговарајућим (најбољим) цијенама понуде и потражње, а у случају да су цијене идентичне, налози ће бити упарени по редослиједу уношења у информациони систем берзе. По правилу, тржишни налози ће увијек имати приоритет. На основу наведеног може се закључити да су тржишни налози ризичнији за налогодавца у погледу цијене по којој ће се трансакција обавити јер у потпуности зависе од тренутне ситуације на тржишту.

Правила трговања на берзи су јавно објављена и донекле се разликују од правила која сусрећемо на неким другим тржиштима. Наиме, правило приоритета цијене подразумејева да купац који је спреман да плати вишу цијену има предност на купцем који је понудио нижу цијену и обрнуто: продавац који је спреман да прихвати нижу цијену за имовину коју нуди има предност над продавцем који нуди имовину по вишој цијени.

Правило временског приоритета подразумејева да се налози који су први унијети у берзански систем трговања буду први и извршени. Поред наведена два правила, постоји и треће правило, тзв. пропорционално правило (*Pro Rata*), које подразумејева пропорционално извршавање свих налога са истом цијеном.

Pro Rata систем трговања подразумејева да се сви налози уносе у систем. Код *Pro Rata* система, приоритет се даје налозима искључиво на основу цијене. У пракси се ријетко дешава до се налози понуде и тражње квантитативно и квалитативно подударују, па овај систем подразумејева да се сви налози са истом цијеном извршавају у проценту њиховог учешћа у укупном волумену свих налога који су при-

сутни у систему тог тренутка. Сви налози уписом у информациони систем биће извршени аутоматски у проценту у ком је то могуће. На примјер, уколико су налози тражње у укупном обиму мањи за 10% од налога понуде, сви налози понуде ће бити извршени у пропорционално мањем износу за 10%. Једна од берзи из нашег ширег окружења на којој се примјењује Pro Rata систем трговања је Eurex берза финансијских деривата.² Оснивачи ове берзе су *Deutsche Börse AG* и *SIX Swiss Exchange*. На берзи се тргује великим бројем различитих деривативних финансијских инструмената путем електронског система трговања. Учесници могу приступити тржишту са преко 700 локација широм свијета. Не Eurex берзи се у просјеку изврши око 1,5 милијарди тржишних трансакција.

2. Надзор и праћење берзанског трговања

Надзор и праћење берзанског трговања подразумијева постојање низа специфичних регулатива које обавезују учеснике да поштују „правила понашања” на тржишту. Институционални оквир регулисања даје овлашћења комисији за хартије од вриједности, берзи, централном регистру и централној банци да надзиру и прате берзанско трговање и својим дискреционим правом санкционишу учеснике чије понашање није сагласно утврђеним правилима. Општи је принцип да су правила трговања јавно објављена како би сви заинтересовани субјекти могли да се упознају са њиховом садржином. Најчешће сама берза, уз претходно прибављену сагласност комисије за хартије од вриједности, утврђује и објављује правила трговања. Правила трговања морају одговарати систему или системима трговања на конкретној берзи. Системе трговања на берзи је могуће класификовати на основу типа овлашћених учесника који се појављују на берзи, тако да можемо говорити о дилерском тржишту (дилер се појављује у улози принципала) и берзанском тржишту (брокер се појављује у улози агента).

Као принципал, дилер тргује тако што купује имовину на тржишту за свој рачун, или продаје имовину са свог рачуна. На дилерском тржишту, учесници који желе да купе или продају имовину не тргују директно једни са другима, већ са дилером који је посредник (енг. *intermediar*). *Over-the-counter* (ОТС) тржишта у САД су добар примјер улоге дилера на тржишту.

² www.eurexchange.com

Брокер заступа трговца (купца или продавца имовине) као агент. Брокер не учествује на тржишту самостално као дилер, већ само извршава налог са брокером на другој страни трансакције. На брокерском тржишту брокери упарују налоге међусобно и посматрају трговање. *Tokio Stock Exchange (TSE)* може бити примјер чистог посредовања на тржишту. Трговање на *TSE* се одвија путем књиге налога. Посредници се називају саитори и они прате књигу налога, тј. њихово извршавање.

Системе трговања на берзи је могуће класификовати и на основу начина трговања. На основу ове категоризације, може се говорити о континуираном и аукционом тржишту.³

Континуирано тржиште омогућава да се у сваком тренутку током дана трговања континуирано тргује на тржишту. У Сједињеним Америчким Државама, Њујоршка берза (*New York Stock Exchange (NYSE)*) и *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (NASDAQ)* функционишу на бази континуираног система трговања. Континуирано тржиште може бити дилерско и/или брокерско. Уколико говоримо о дилерском тржишту, основни принцип је да дилер (врло често је он маркет мејкер) мора у континуитету извршавати и куповне и продајне налоге, док је на брокерском тржишту континуитет трговања заснован на међусобном упаривању налога који су присутни у систему.

На континуираном тржишту, трговци могу посматрати понуду и потражњу на котацији, трансакцијске цијене, обим промета у току трговања и друге сервисне информације. То им омогућава процјену услова трговања на тржишту прије него што се одлуче за слање њихових налога. Осим тога, упућивање и унос налога на континуираном тржишту даје трговцима могућност „пуштања” налога под тржишним условима који им одговарају. Ако континуирано тржиште уредно функционише, трговци ће имати прилично поуздане информације о могућој трансакционој цијени по којој ће њихови налози највероватније бити извршени. Међутим, на функционалном тржишту није могуће остварити потпуну сигурност у погледу цијене и осталих услова трговања због ограничене доступности информација

³ De Jong, Frank; Rindi, Barbara. *The Microstructure of Financial Markets*. Cambridge University Press, 2009, pp. 7-29.

и немогућности благовременог прибављања информација везаних за трговање.

На аукционом тржишту, налози се дозирају и симултано извршавају на мјесту и у времену када то аукционар одреди. Аукционо тржиште је активно обично једном или два пута у току дана или чак седмице трговања. Аукциона тржишта су најчешће брокерска тржишта. Налози се прикупљају у одређеном временском периоду прије трговања и извршавају се у одређеном тренутку по берзанској цијени. У овом систему трговања учесници имају много мање доступних информација о стању на тржишту него што је то случај код континуираног трговања, тј. не могу бити сигурни у односу на услове под којим ће трансакција бити извршена. Сва аукциона тржишта обично садрже одредбу којом се ограничава максимална дозвољена разлика у односу на претходно утврђену цијену аукције.

На основу претходно наведених карактеристика различитих система трговања, може се закључити да је трговање на берзи сложен и комплексан процес, те је и само праћење и надзор трговања комплексна и сложена активност.

Од самог настанка, финансијско тржиште је постало и амбијент злоупотреба, превара и еуфорија, односно финансијских криза.⁴ Док су прве „економске” кризе бивале превазиђене спонтаним дјеловањем тржишта кроз наставак тока економских активности, криза финансијског тржишта која је трајала од 1929. до 1933. године, није могла бити превазиђена без помоћи државе. Превазилажење ове кризе је било могуће једино уз јаку и свеобухватну државну интервенцију, те је државна интервенција од тада постала саставни дио тржишног механизма.⁵ У оквиру регулативе тржишта, контроле и надзора над тржиштем прототип регулаторног органа је Комисија за хартије од вредности (*Securities and Exchange Commission - SEC*)⁶ Сједињених Америчких Држава, основана 1934. године. Њене надлежности формулисале су у тада усвојеним прописима којима је регулисано финансијско тржиште САД - Закона о хартијама од вриједности, из 1933. године, и Закона о трговини хартијама од вриједности, из 1934. годи-

⁴ Samuelson, Paul A.; Nordhaus William. *Економја*. 14. изд. Zagreb: Mate, 1992, стр. 204.

⁵ Madura, Jeff. *Financial Markets and Institutions*. South-Western Cengage Learning, 2010, pp. 315-318.

⁶ www.sec.gov

не. Ове надлежности могу се сажето изразити кроз следеће области регулативе:⁷

- заштита инвеститора, путем доношења правила објелодањивања информација о финансијским инструментима и пословању емитената, као и слободног приступа информацијама од стране инвеститора. Пошто инвеститор сноси ризик инвестирања, његова инвестициона одлука треба да буде заснована на доступности свих релевантних информација,
- очување интегритета тржишта, кроз систем регистрације учесника на тржишту и њихову обавезу да објављују информације о свом пословању,
- обезбеђивање поштовања правила тржишне дисциплине, што укључује и могућност санкционисања учесника и обештећење инвеститора,
- спречавање криза на финансијском тржишту, обустављањем трговине у случају знатнијих поремећаја и старањем о ликвидности тржишта.

Модел регулативе којег представља SEC и који је усвојен и у низу других земаља облик је *функционалне регулативе*, који полази од посебних карактеристика финансијског тржишта. Постоји и модел *опште регулативе*, у чијој основи је сам инвестициони процес. Инвеститор конституише различите компоненте портфолија финансијских улагања и суочава се са комплексним ризицима. Стога је неопходно јединствено регулисање ризика инвестирања, како би се омогућила јаснија идентификација ризика. У ту сврху, формирају се институције које регулишу не само област финансијског тржишта, него и банкарско и тржиште услуга осигурања и пензија. Најпознатија институција овог типа је Управа за финансијске услуге (*Financial Services Authority - FSA*) у Великој Британији.⁸

Трећи модел регулације, присутан нпр. у Аустралији и Холандији, јесте модел „*двоструке регулативе*” (енг. *Twin Peaks*), који је циљног карактера: једна регулаторна агенција је одговорна за пруденцијско регулисање финансијских институција, а друга за контролу пословања и заштиту корисника финансијских услуга.

⁷ Опширније: Васиљевић, Бранко. *Основи финансијског тржишта*. Београд: Завет, 2009, стр. 20-21.

⁸ www.fsa.gov.uk

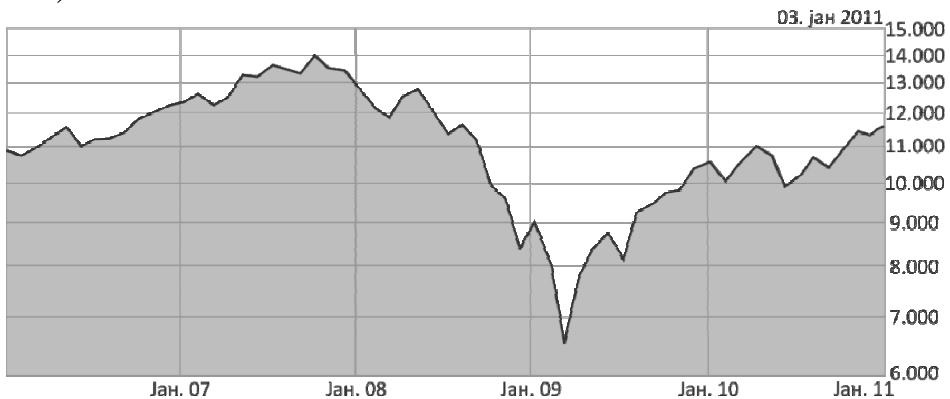
3. Проблеми регулације у контексту кредитне кризе у САД

Берзанска криза из 2007. године, започела је као криза хипотекарног тржишта и тржишта финансијских деривата. Може се рећи да је она означила крај шпекулативног мјехура, који је настао на таласу раста цијена некретнина у Сједињеним Америчким Државама, што је било праћено врло интензивном и динамичном кредитном активношћу банака која је иницирала на директан и индиректан начин општи раст цијене имовине на робним и финансијским берзама. Политика ликвидности Федералних резерви САД, уз политику ниске каматне стопе, омогућила је замах стамбене изградње и подстакла раст тржишта некретнина.

Стални раст тражње и цијена некретнина на тржишту, те развој хипотекарног тржишта уз процес дерегулације били су иницијални генератори актуелне кризе. Може се рећи да су они били више повод него узрок кризе, јер узроке кризе треба тражити у структуралним неусклађеностима савремене глобалне економије – понуде и тражње добара, као и структуром потрошње уз пренаглашена профитна очекивања инвеститора у најразвијенијим земљама свијета.

Кретање *Dow Jones Industrial Average* индекса на сликовит начин показује период кризе.

Слика 1: Кретање DJIA индекса у претходних пет година (на дан 3.1.2011. године)⁹



Резултат наведених процеса је било омогућавање зајмопримцима, без кредитне способности и бонитета (незапослена популација, ими-

⁹ <http://finance.yahoo.com/>

гранти, сиромашни итд.), да задовоље стамбене потребе, али и становништву уопште да искористи механизме хипотекарног тржишта за извлачење капиталне добити, настале на основу раста цијена, а на основу које је касније креирана потрошња.

Конкретно, креирање специфичног облика хипотекарних финансијских инструмената, нестандартне хипотеке (енг. *subprime mortgages*) и њених деривата, а након тога и сам раст и слом тржишта ових финансијских инструмената, јесте у основи кризе из 2007. године. На основу хипотекарних финансијских инструмената структурни кредитни производи (енг. *structured credit products*) претежно у САД, али и Европи, креирани су у износу 2,6 хиљада милијарди долара у 2007. години.¹⁰

Институционална структура „нестандардног“ хипотекарног тржишта изражена је кроз финансијске институције које имају велики обим леверица, а које нису биле под строгим надзором регулаторних органа. Поред инвестиционих банака и „хеџ“ фондова, за ово тржиште су посебно карактеристична два типа финансијских институција. Прво, то су структурисане инвестиционе јединице (енг. *structured investment vehicles - SIVs*), односно посебна правна лица које формирају банке, да би на њих пребациле дио својих пласмана у финансијске инструменте. Ове јединице прикупљају капитал емисијом комерцијалних хартија од вриједности гарантованих пласманима у хипотекарне финансијске инструменте (енг. *Asset Back Commercial Paper - ABCP*) и гаранцијама матичне банке. Друго, посебан тип институција представљају тзв. носиоци посебних инвестиционих функција (енг. *special purpose vehicle*), од којих је најпознатији хипотекарни инвестициони проводник (енг. *Real Estate Mortgage Investment Conduit - REMIC*), који држи хипотекарне финансијске инструменте као повјереник, траст (енг. *trust*) и емитује дериватне хипотекарне финансијске инструменте у траншама.

Одобравање нестандартних хипотека претворено је у индустријски процес, у коме су креатори хипотекарних кредита кредитне уговоре одмах продавали, ради формирања пулова хипотекарних кредита, који су били носиоци њихове секјуритизације. Коришћењем метода „креирај и прослједи“ (енг. *originate and distribute*), креатори

¹⁰ Kodres, Laura. *A Crisis of Confidence...and a lot more*, Finance and Development, june 2008, Volume 45, Number 2, p. 3.

(енг. *originator*) хипотекарних кредита ризик су преносили продајом кредита на аранжере (енг. *arranger*). Ризик се даље преносио преко повјереника (енг. *trust*), менаџера активе (енг. *asset manager*) и сервисера хипотекарних кредита (енг. *servicer*) све до крајњег инвеститора.¹¹ Трансфер ризика подразумијевао је и његово мултипликовање, јер неликвидност врло малог броја учесника чини читав систем, заснован на овој шеми, неликвидним. Неликвидност и криза овако структурисаног система је постала реалност половином 2007. године.

Проблем овако креираних инструмената је открио слабости рејтинговања од стране рејтинг агенција које су биле активни учесници у читавом процесу. Пад повјерења инвеститора у финансијско тржиште САД, прије свега због информација о улози рејтинг агенција, иницирао је општи пад цијена хартија од вриједности на финансијском тржишту САД али, кратко вријеме након тога, и на финансијским тржиштима широм свијета.

На основу наведеног, може се рећи да је систем регулације финансијског тржишта разграђен кроз процес дерегулације у последњих 20 година, те се може сматрати „природним” жеља шпекуланата да у кратком року остваре натпросјечне приносе без обзира на висину припадајућег ризика, јер ће препакивањем финансијских инструмената ризик превалити на друге учеснике на финансијском тржишту – углавном су то били портфолио инвеститори, који су, ослањајући се на анализе и извјештаје рејтинг агенција, масовно куповали финансијске инструменте креиране на основу хипотека.

До краја 2007. године, постало је јасно да ће улога државе бити пресудна не само у домену регулисања већ и у домену директне финансијске помоћи кључним учесницима на финансијском тржишту али и реалном сектору који је трпио озбиљне посљедице кризе у финансијском сектору.

У 2008. години улога државе у економском систему добила је сасвим нову димензију. Директне интервенције влада Сједињених Америчких Држава, Њемачке, Аустрије и др. прво у финансијском, а затим и у реалном сектору, представљају сасвим нов приступ у рјешавању проблема изазваних рецесијом.

¹¹ Опширније: Васиљевић, Бранко. *Основи финансијског тржишта*. Београд: Завет, 2009, стр. 275-279.

Администрација предсједника САД Барака Обаме процијенила је да ће државни програм спасавања привреде – финансијског и реалног сектора, (*Troubled Asset Relief Program - TARP*)¹² максимално коштати 475 милијарди долара. Нето процјена трошкова, од 5. октобра 2010. године, показује да ће нето трошкови стабилизације финансијског система вјероватно бити 30 милијарди долара, а да никако не би требали премашити 50 милијарди долара, што је мање од 1% БДП-а Сједињених Америчких Држава. Од 245 милијарди долара, колико је уложено у банке у САД, преко 192 милијарди долара до краја 2010 године је враћено, укључујући и 26,8 милијарди долара дивиденди, камата и других прихода.¹³

Побољшање је узроковано чињеницом да су улагања Министарства финансија стабилизвала финансијски систем и да, углавном, доносе већи принос од очекиваног.

Од 20 највећих финансијских институција које су биле у великим финансијским проблемима у јесен 2008. године, четири више не постоје као независни субјекти, пет су биле предмет велике интервенције од стране регулаторних тијела, двије су постале предмет много већег надзора пословања, а десет институција је провело значајне промене у менаџменту. Компаније које су највише биле погођене кризом (аутомобилска индустрија) морале су да прођу тзв. „тест тржишне издржљивости”, тј. да буду способне да привуку задовољавајући интерес приватног капитала, те да на основу њега финансирају своје пословање. Истовремено, учињени се додатни напори у домену регулисања финансијског тржишта као цјелине, али и у погледу адекватности капитала банкарског сектора на глобалном нивоу: кроз сарадњу са другим државама у области регулације финансијског сектора и синхронизацију контроле и праћења финансијских трансакција.

Регулације предвиђене актима, као што су *Dodd-Frank Wall Street Reform* и Закон о заштити потрошача из 2010. године (*Consumer Protection Act of 2010 (the Dodd-Frank Act)*), значајно би требале смањити опасност од будуће финансијске кризе. Пословање небанкарских финансијских институција није више могуће без свеобухватног надзора и одговарајуће адекватности капитала. Такође, држава ће увести и

¹² www.financialstability.gov

¹³ *Ibidem*.

користити све неопходне административне инструменте за праћење и контролу финансијског сектора. Тржиште деривата и „банкарски систем у сјенци” ће бити регулисани на начин који омогућава максималну транспарентност и „видљивост” трансакција како би инвеститори имали повјерење у тржиште и у сваком тренутку могли да направе „добар избор” финансијских инструмената.

У јануару 2011. године, треба очекивати свеобухватан приједлог реформе тржишта некретнина у САД, након чега ће нови систем произвести много стабилније тржиште некретнине са јачом регулативом и јасније дефинисаном улогом државе на том тржишту. Улога државе ће бити експлицитна на сегментима који су највише били погођени кризом, тако да је држава била принуђена да обезбиједи и посебне гаранције како би тржиште могло да настави са регуларним функционисањем.

4. Интернационализација берзанског трговања

Интернационализација берзанског трговања је један од „мега-трендова” глобалне економије који је присутан у посљедњих 20 година, и као такав може се сматрати једним од кључних фактора у детерминисању глобалног економског раста и развоја, док је, с друге стране, могуће интернационализацију берзанског трговања посматрати и као генератор кризних дешавања у истом периоду. Интернационализација је поставила врло комплексне задатке пред регулаторе финансијских тржишта, јер је постојећи систем праћења, надзора, контроле и креирања регулативног оквира постао неефикасан већ 90-их година прошлог вијека.

Наиме, регулација дјеловања учесника на савременим финансијским тржиштима је, у значајној мјери, еволуирала у односу на регулацију из периода велике економске кризе 1929-1934. године.

Уколико се посматра регулација на тржишту САД из 1933. године, нпр. *Glass – Steagall*-ов закон којим је готово у потпуности забрањено банкама да обављају послове за хартијама од вриједности, и упореди са Законом о модернизацији финансијских услуга, из 1999. године, којима су укинута ограничења банкама, осигуравајућим друштвима и др. у погледу пословања са хартијама од вриједности, може се закључити да је дошло до значајне дерегулације пословања на савременим финансијским тржиштима и то на начин „са врха на доле”.

Исто тако, процеси конкуренције и развоја информационих технологија, уз битне макроекономске догађаје као што је прелазак САД на систем флукутирајућих девизних курсева (*напуштање конвертибилности долара у злато*), нагли скокови цијена нафте 70-их година прошлог вијека и сл. повећали су ризике пословања на финансијском тржишту и довели до појаве финансијских иновација - финансијских деривата, секјуритизације и других облика пословања који служе за заштиту од ризика на финансијском тржишту.

Неки аутори¹⁴ сматрају да је до првих озбиљних проблема у функционисању финансијских тржишта дошло већ 2000. године, када је у САД јавно објелодањено неколико озбиљних кршења закона о хартијама од вриједности. Нпр. компанија *Merill Lynch* је платила казну од 100 милиона долара јер су инвестициони савјетници ове компаније давали инвеститорима оптимистична предвиђања о кретању цијена акција својих клијената из сектора инвестиционог банкарства. Процјењује се да су до краја 2002. године само компаније које послују на *Њујоршкој берзи* платиле више од 2 милијарде долара казне за провођење лажних истраживања и на основу њих давања лажних препорука инвеститорима у које хартије од вриједности да уложе свој новац. У том периоду, у регулацију трговачке праксе, поред Комисије за хартије од вриједности (*SEC*), укључиле су се *Њујоршка берза (NYSE)* и *Национално удружење дилера хартија од вриједности (NASD)*, покушавајући својим новим правилима извршити регулацију „од дна на горе”. У исто вријеме, трансакције америчких инвеститора на иностраним финансијским тржиштима су 2001. године достигле износ од 1.447,8 милијарди долара, што је повећање од 849% у односу на 1991. годину када је обим трансакција износио 152,6 милијарди долара. С друге стране, трансакције иностраних инвеститора на финансијским тржиштима САД достигле су ниво од 3.051,4 милијарде долара, што је повећање од 1.345% у односу на 1991. годину када је обим трансакција износио 211,2 милијарди долара.¹⁵ Из наведених података се сасвим јасно може закључити да је у посматраном периоду дошло до наглог пораста обима трансакција, што је у комбинацији са појавом великог бројем нових учесника на глобалном финансиј-

¹⁴ Saunders, Anthony; Millon Cornett, Marcia. *Финансијска тржишта и институције*, Послони дневник, МАСМЕДИА, 2 изд. 2006, стр. 467-469.

¹⁵ *Treasury Bulletin*, U.S. Treasury, jun 2002., www.ustreas.gov.

ском тржишту значајно отежало задатак регулаторима, што је без обзира на велики број нових закона и детаљних регулација ипак довело у питање стабилност финансијских тржишта широм свијета.

У новембру 2010. године¹⁶ објављена је вијест да америчке савезне власти завршавају трогодишњу истрагу и припремају оптужнице за трговање по повлаштеним информацијама, које би могле обухватити консултанте, инвестиционе банкарне, хец фондове и отворене фондове, те трговце са берзе и аналитичаре широм земље.

Истраге које су провођене претходне три године у оквиру реформе и увођења нових регулација на финансијском тржишту САД могле би имати веома велики позитиван ефекат на враћање повјерења учесника на финансијским тржиштима у финансијски систем. У фокусу ових истрага била су трговања по повлаштеним информацијама, у којима су остварене илегалне зараде од неколико десетина милиона долара.

У суштини, проблем је везан за трговање повлаштеним информацијама преко независних аналитичара и консултаната који раде за консалтинг компаније које пружају услуге „мреже стручњака” за инвестиционе фондове.

Ова вијест је само једна у низу, која указује на ток и елементе процеса стабилизације финансијског сектора у САД у претходном периоду. На основу јавно доступних података о трансакцијама везаним за финансијско тржиште ХОВ, могуће је анализирати стање тржишта и одредити динамику и правце даљег развоја догађаја. Подаци који су презентовани у наредним табелама и графиконима, а које је објавило Министарство финансија САД о трансакцијама инвеститора из САД на иностраним тржиштима и инвеститора из иностранства на финансијским тржиштима САД, показују динамичност и комплексност интернационализације берзанског пословања у посљедњих неколико година.

У наредној табели су презентовани подаци о нето куповини дугорочних ХОВ емитената из САД које су извршили инвеститори из иностранства на финансијским тржиштима САД. (*U.S. Treasury and Government agency bonds and notes, and U.S. corporate bonds and stocks*). Анализом података може се уочити да удио инвеститора из Велике Британије рапидно опада у протеклих неколико година, док

¹⁶ www.wsj.com

удио инвеститора из Јапана расте. Инвеститори из остатка Европе (превасходно из земаља ЕУ) су показали највећу флукуацију у погледу инвестирања на финансијском тржишту САД.

Табела 1: Нето куповина из иностранства ХОВ домаћих емитената на финансијском тржишту САД¹⁷ (у милионима долара)

Земља	2007	2008	2009	2010 јан.-јун.	2010 апр.-јун.
Велика Британија	546.592	328.706	212.831	183.593	94.119
Остатак Европе	5.310	-105.325	33.475	2.821	2.634
Карипски банкарски сектор	74.788	-74.524	23.966	35.118	6.797
Јапан	-303	57.276	128.220	83.104	42.820
Остатак Азије	234.778	193.377	187.655	68.117	14.526
Укупно	861.165	399.510	586.147	372.753	160.896
Све остале земље свијета	144.657	15.379	52.971	50.829	16.316
Укупно за све земље	1.005.822	414.889	639.118	423.582	177.212

У наредној табели су приказани подаци о нето куповини ХОВ инвеститора из САД на страним финансијским тржиштима.

Табела 2: ХОВ инвеститора из САД на страним финансијским тржиштима¹⁸ (у милионима долара)

Врста	2006	2007	2008	2009	2010 јан.-јун.	2010 апр.-јун.
Иностране обвезнице	144,452	133,905	-53,942	138,249	30,255	-3,259
Иностране акције	106,455	95,300	-20,246	59,323	28,515	19,279
Укупно	250,907	229,205	-74,188	197,572	58,770	16,020

Анализом података из претходне табеле може се уочити да су у 2008. години инвеститори из САД продали више ХОВ чији су инвеститори из иностранства него што су купили. У 2009. години, они су преферирали дужничке ХОВ у већем омјеру него што је то био случај у 2006. и 2007. години. У 2010. години, за коју се може рећи да је година стабилизације како финансијских тржишта у САД тако и привреде САД, активност инвеститора из САД на иностраним тржиштима је далеко испод просјека активности у годинама прије кризе. Такође, посматрајући податке из претходне двије табеле, може се закључити да је прилив новца на основу куповине дугорочних ХОВ од

¹⁷ Извор: *Treasury International Capital Reporting System*, www.treasury.gov

¹⁸ Извор: *Treasury International Capital Reporting System*, www.treasury.gov

стране инвеститора из иностранства у свакој години био позитиван, док је у преломној 2008. години одлив новца на страна тржишта био негативан (тј. враћен је дио новца пласираног на страним финансијским тржиштима у финансијски систем САД). Уколико се овакав тренд настави у 2011. години, може се претпоставити да ће прилив новца из иностранства по основу куповине ХОВ емитената из САД достићи ниво прије кризе, док ће одлив новца на основу куповине ХОВ на иностраним тржиштима од стране инвеститора из САД остати значајно испод нивоа који је достигнут прије кризе.

5. Проблеми берзанског тржишта у РС

Бањалучка берза хартија од вриједности је једина берза хартија од вриједности у Републици Српској. На Бањалучкој берзи је организовано трговање инструментима тржишта капитала - акцијама и обвезницама. Промет хартијама од вриједности на берзи је од оснивања, па до друге половине 2007. године, био у значајном и константном порасту. Индикативно је да је у периоду изузетне експанзије трговања укупан промет у јануару 2007. године, у односу на јануар 2006. године, био већи за 170,15%, док је у фебруару 2007. године мјесечни промет достигао чак 80.263.747 КМ и био је већи у односу на фебруар 2006. године за 573,64%.

Подаци о укупном промету на Бањалучкој берзи у периоду од 2002. до краја 2010. године су приказани на сљедећој слици.

Слика 2. Укупан промет на Бањалучкој берзи у периоду од 2002 до 2010. године¹⁹

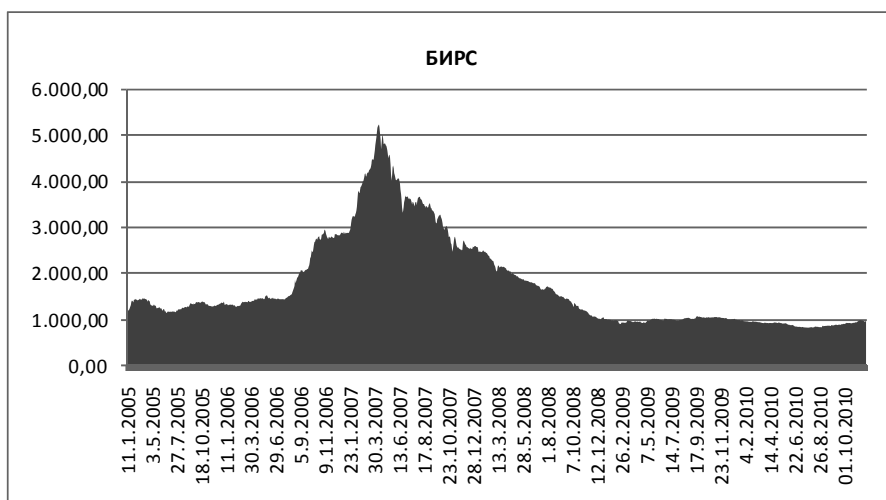


¹⁹ www.blberza.com

Анализом података о укупном промету хартија од вриједности у 2010. години може се закључити да је укупан промет у 2010. години тек 23,69 % од укупног промета оствареног у 2007. години. Међутим, промет у 2010. години је мањи за два милиона КМ од укупног промета у 2009. години, а мањи је за 35,67% од промета у 2005. години када није било ни говора о финансијској кризи која ће услиједити крајем 2007. године. Промет у кризној 2008. години је износио 222 милиона КМ и већи је за 26,13% од промета у 2010. години.

Након релативно дугог периода константног раста индекса Бањалучке берзе до маја 2007. године, долази до наглог пада тржишне цијене свих акција, без разлике да ли се ради о емитентима који су пословали успјешно или неуспјешно у претходном периоду. Кретање индекса Бањалучке берзе презентовано је на сљедећој слици.

Слика 3: Кретање индекса БИРС за период 2005.-2010. година²⁰



Анализом показатеља са слике 3. може се закључити да је ниво индекса БИРС већ дужи временски период испод базног нивоа од 1.000 индексних поена. Наиме, вриједност индекса БИРС од краја новембра 2008. године је била око 1000 базних поена, док је његова вриједност од 11. децембра 2009. године константно испод 1000 индексних поена. Вриједност индекса БИРС је на дан 2. августа 2010. године износила 801,27 поена, док је на дан 31. децембра 2010. године

²⁰ www.blberza.com

износила 956,12 индексних поена. Наведени показатељи указују да је Бањалучка берза хартија од вриједности већ дужи временски период у озбиљној кризи а да није начињен нити један озбиљнији покушај реформе система трговања, или финансијског тржишта РС у цјелини. Ситуација није много боља ни на тржиштима у окружењу. Обим промета на Београдској берзи износио је у 2010. години око 22,5 милијарди динара, што је за 46% мање него у претходној години, саопштила је Берза, на основу првих анализа тржишта капитала за годину на измаку. Вриједности индекса такође су у прошлогодишњим оквирима, па се *Belex15* креће, као и 2009. године, на нивоу од око 660 индексних поена, док општи индекс *BELEX line* посљедњих дана 2010. године има вриједност у распону од 1.280 до 1.290 индексних поена.²¹

Током протеклог периода није било промјене и прилагођавања метода трговања у складу са условима на тржишту, већ се на Бањалучкој берзи и даље тргује континуираном методом и методом периодичних аукција са преовлађујућом цијеном. Тргује се пет пута седмично: понедељак, уторак, сриједа, четвртак и петак. Континуираном методом се тргује акцијама емитената на берзанској котацији. Континуираном методом трговања тргује се и акцијама са слободног берзанског тржишта које испуњавају критеријуме ликвидности. Аукцијским методом се тргује акцијама емитената на слободном берзанском тржишту које не испуњавају критеријуме ликвидности. Узимајући у обзир искуства берзи из непосредног окружења, као и величину и значај Бањалучке берзе на регионалном нивоу, неопходно је редефинисати систем трговања с циљем боље и непосредније контроле трговања, као и постизања берзанских цијена ХОВ које ће бити ближе њиховој стварној (реалној) вриједности.

Закључак

Берзу је могуће дефинисати као одређену врсту корпорације (предузећа) која овлашћеним учесницима обезбјеђује инфраструктуру за трговање акцијама и другима хартијама од вриједности. Посматрати микроструктуру финансијског тржишта није могуће без проучавања механизма трговања којима се тргује хартијама од вриједно-

²¹ www.belex.rs

сти. Правила трговања на берзи су јавно објављена и донекле се разликују од правила која сусрећемо на неким другим тржиштима. Наиме, правило приоритета цијене подразумејева да купац који је спреман да плати вишу цијену има предност над купцем који је понудио нижу цијену и обрнуто: продавац који је спреман да прихвати нижу цијену за имовину коју нуди има предност над продавцем који нуди имовину по вишој цијени. Системе трговања на берзи је могуће класификовати на основу начина трговања: може се говорити о континуираном и аукционом тржишту.

Надзор и праћење трговања на берзама подразумејева постојање низа специфичних регулатива које обавезују учеснике да поштују „правила понашања” на тржишту. Институционални оквир регулисања даје овлашћења комисији за хартије од вриједности, берзи, централном регистру и централној банци да надзиру и прате берзанско трговање и својим дискреционим правом санкционишу учеснике чије понашање није сагласно утврђеним правилима. Модел регулативе, којег представља SEC и који је усвојен и у низу других земаља, облик је *функционалне регулативе*, који полази од посебних карактеристика финансијског тржишта. Постоји и модел *опште регулативе*, у чијој основи је сам инвестициони процес. Трећи модел регулације је модел *„двоструке регулативе”*, која је циљног карактера: једна регулаторна агенција је одговорна за пруденцијско регулисање финансијских институција, а друга за контролу пословања и заштиту корисника финансијских услуга.

Берзанска криза из 2007. године започела је као криза хипотекарног тржишта и тржишта финансијских деривата. Може се рећи да је она означила крај шпекулативног мјехура, који је настао на таласу раста цијена некретнина у Сједињеним Америчким Државама, што је било праћено врло интензивном и динамичном кредитном активношћу банака: која је иницирала на директан и индиректан начин општи раст цијене имовине на робним и финансијским берзама.

До краја 2007. године, постало је јасно да ће улога државе бити пресудна не само у домену регулисања, већ и у домену директне финансијске помоћи кључним учесницима на финансијском тржишту, али и реалном сектору који је трпио озбиљне посљедице кризе у финансијском сектору.

Администрација председника САД Барака Обаме процијенила је да ће државни програм спашавања привреде – финансијског и реал-

ног сектора, (*Troubled Asset Relief Program - TARP*) максимално коштати 475 милијарди долара.

Нето процјена трошкова, од 5. октобра 2010, показује да ће нето трошкови стабилизације финансијског система вјероватно бити 30 милијарди долара, а да никако не би требали премашити 50 милијарди долара, што је мање од 1% БДП-а Сједињених Америчких Држава. Од 245 милијарди, долара колико је уложено у банке у САД, преко 192 милијарди долара до краја 2010 године је враћено, укључујући и 26,8 милијарди долара дивиденди, камата и других прихода. Побољшање је узроковано чињеницом да су улагања Министарства финансија стабилизовала финансијски систем и да, углавном, доносе већи принос од очекиваног.

Регулације предвиђене актима као што су *Dodd-Frank Wall Street Reform* и Закон о заштити потрошача из 2010. године, значајно би требале смањити опасност од будуће финансијске кризе. Пословање небанкарских финансијских институција није више могуће без свеобухватног надзора и адекватности капитала. Такође, држава ће увести и користити све неопходне административне инструменте праћења и контроле финансијског сектора. Тржиште деривата и „банкарски систем у сјенци” ће бити регулисани на начин који омогућава максималну транспарентност и „видљивост” трансакција како би инвеститори имали повјерење у тржиште и у сваком тренутку могли да направе „добар избор” финансијских инструмената.

На Бањалучкој берзи тргује се континуираном методом и методом периодичних аукција са преовлађујућом цијеном. Тргује се пет пута седмично: понедјељак, уторак, сриједа, четвртак и петак. Континуираном методом се тргује акцијама емитената на берзанској котацији. Континуираном методом трговања тргује се и акцијама са слободног берзанског тржишта које испуњавају критеријуме ликвидности. Аукцијским методом се тргује акцијама емитената на слободном берзанском тржишту које не испуњавају критеријуме ликвидности. Узимајући у обзир искуства берзи из непосредног окружења, као и величину и значај Бањалучке берзе на регионалном нивоу, неопходно је редефинисати систем трговања с циљем боље и непосредније контролу трговања као и постизање берзанских цијена ХОВ које ће бити ближе њиховој стварној (реалној) вриједности.

Литература

1. Saunders, Anthony; Millon Cornett, Marcia. *Финансијска тржишта и институције*. Послони дневник, МАСМЕДИА, 2. изд. 2006.
2. Васиљевић, Бранко. *Основи финансијског тржишта*. Београд: Завет, 2009.
3. Gros, Daniel; Lannoo, Karol. *The Euro Capital Market*. John Wiley and Sons, 2000.
4. De Jong, Frank; Rindi, Barbara. *The Microstructure of Financial Markets*. Cambridge University Press, 2009.
5. Fabozzi, Frank J.; Peterson Drake, Pamela. *The basics of finance: an introduction to financial markets, business finance, and portfolio management*. John Wiley & Sons, 2010.
6. Houthakker, Hendrick C.; Williamson, Peter J. *The Economics of Financial Markets*. Oxford University Press, 1996.
7. De Haan, Jakob; Oosterloo, Sander; Schoemaker, Dirk. *The European Financial Markets*. Cambridge University Press, 2009.
8. Bradfield, James. *Introduction to the Economics of Financial Markets*. Oxford University Press, 2007.
9. Madura, Jeff. *Financial Markets and Institutions*. South-Western Cengage Learning, 2010.
10. Kodres, Laura. *A Crisis of Confidence...and a lot more*. Finance and Development, june 2008, Volume 45, Number 2.
11. Jarsulic, Marc. *Anatomy of a Financial Crisis*. Palgrave Macmillan, 2010.
12. Samuelson Paul, A.; Nordhaus, William, *Ekonomija*. 14. изд. Zagreb: Mate, 1992.
13. Bailey, Robert E. *The Economics of Financial Markets*. Cambridge University Press, 2005.
14. Bliss, Robert R.; Kaufman, George G. *Financial Institutions and Markets*. Palgrave Macmillan, 2008.
15. Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan J. *Investments*. The McGraw-Hill/Irwin, 2009.
16. <http://www.treasury.gov>
17. <http://www.nber.org>

18. <http://www.eurexchange.com>
19. <http://www.sec.gov>
20. <http://www.fsa.gov.uk>
21. <http://www.blberza.com>
22. <http://www.belex.rs>
23. <http://www.wsj.com>
24. <http://www.financialstability.gov>
25. <http://finance.yahoo.com/>

Драган Кулина^{*}

КОНТРОВЕРЗЕ ОКО РЕВИЗОРА У СПРЕЧАВАЊУ И ОТКРИВАЊУ ПРЕВАРЕ

CONTROVERSIONS ON THE ROLE OF AUDITORS IN PREVENTING AND DISCOVERING FRAUDS

Резиме

Још од 40-их година прошлог вијека траје расправа о улози ревизора у спречавању и откривању превара. То је последица „јаза” између онога што ревизори мисле да треба и могу пружити у вези са откривањем преваре и онога што очекују корисници њихових услуга, односно њихових извјештаја. Међународни стандарди ревизије и Међународни стандарди интерне ревизије су прописали шта требају чинити екстерни, односно интерни ревизори када су у питању преваре. И једни и други дужни су планирати и изводити ревизију са дужном професионалном пажњом, на начин да процијене ризик појаве преваре, њеног утицаја на финансијске извјештаје, односно на пословање организације и информишу руководство организације о томе. Међутим, проблем настаје онда када је у превару укључено највише руководство организације и поставља се питање: како требају поступити ревизори у таквим ситуацијама?

С тим у вези постоје спорна питања која су размотрена у овом раду, на бази чега је указано на нека могућа рјешења која, између осталог, подразумевају унапређење регулаторног оквира интерне и екстерне ревизије.

^{*} Економски факултет, Универзитет Источно Сарајево, dragankulina@gmail.com

Кључне ријечи: превара, криминална радња, криминал бијелог окрватника, лажно финансијско извјештавање, стандарди, мотивациони фактори криминалних радњи, корпоративно управљање, интерни ревизор и екстерни ревизор.

Summary

Since the forties of the last century, there has been a continuous discussion on the role of auditors in preventing and discovering frauds. It arises from the gap between what auditors believe they should and can offer with regard to discovery of fraud and what the users of their services, i.e. reports, expect. The International Standards on Auditing and The International Internal Audit Standards have defined what should be done by external, i.e. internal auditors with regard to frauds. Both ought to plan and perform audit with due professional care so as to evaluate the risk of the fraud appearing, its effect on financial statements, i.e. on the operations of the organisation and to inform the management of the organization about it. However, the problem appears if the top management of the organisation is involved in fraud and the question arising is how auditors should behave in such cases? Some disputable issues related to this have been considered in this paper, which has been the basis for indicating some possible solutions which, among other, include improvement of the regulatory framework of the internal and external audit.

Key words: fraud, criminal action, white collar crime, false financial reporting, standards, motivation factors of criminal actions, corporate governance, internal auditor and external auditor.

Увод

Превара, односно криминална радња, може бити почињена на штету организације или се може починити „у корист” организације. У првом случају најчешће се ради о преварама које почине руководиоци највишег нивоа, док преваре у корист организације обухватају избјегавање плаћања пореза или давања мита ради добијања уговора.

За овакве и сличне криминалне радње у компанијама везане су многобројне афере, које су забиљежене током протеклих година. Због тога су се у многим земљама појавили нови прописи и правила која имају за циљ спречавање криминалних радњи и злоупотреба.

Криминалне радње које почине запослени у организацији утичу првенствено на њено пословање, а ако се не открију, истраже и спријече, могу нарушити репутацију организације, било да се ради о организацији приватног, било јавног сектора.

Поставља се питање: ко, када и како сноси кривицу за превару?

Одговор на ово питање је сложен. Као прво, кривицу за превару сноси онај ко је исту и починио, наравно уколико се починилац открије. Међутим, кривица, у правом смислу, постоји и онда када организација не успостави одговарајуће мјере за управљање ризиком од преваре коју могу починити запослени, заступници или сарадници организације. У том случају кривица је на менаџменту организације чија је одговорност да управља ризицима и успоставља адекватне системе интерних контрола као одговор на те ризике.

Менаџмент организације је само један од неколико кључних фактора савременог концепта корпоративног управљања. Питање улога и одговорности других учесника у савременом концепту корпоративног управљања (посебно улога екстерних и интерних ревизора) је већ дужи низ година, на неки начин, отворено питање и као такво заслужује пажњу. Многи сматрају да су ревизори најодговорнији, како за спречавање тако и за откривање криминалних радњи.

Стога ћемо, у циљу разјашњења спорних питања, у овом раду покушати освијетлити улогу ревизора, интерних и екстерних, из више углова, полазећи од актуелних Међународних стандарда интерне ревизије, односно Међународних ревизијских стандарда.

1. Појам, врсте и значај преваре

У литератури, домаћој и страног, нема општеприхваћене дефиниције појма преваре, како у привредним активностима, тако и у финансијским извјештајима.

На Западу се користе термини као што су: економски криминал, социо - економски криминал, привредни криминал, криминалитет пословних предузећа, тзв. криминал бијелог оковратника („white-collar crime”), обмана, превара или финансијски криминал (енгл. Fraud) и сл.¹ Сви ови изрази заправо означавају незаконитости у привредним токовима.

¹ Петковиц, А. *Форензичка ревизија*. Бечеј: Нови Сад: Пролетер, 2010. стр. 11.

Сходно томе, преваром можемо сматрати било коју радњу која се предузима са намјером прибављања користи на непоштен и незаконит начин, а једна од најпознатијих дефиниција појма преваре подразумева „ општи појам који обухвата све разноврсне начине које људска довитљивост може осмислити, који су искориштени од стране појединца, зарад стицања користи, у односу на друге, путем лажних представљања. Ни једно дефинитивно и непромјењиво правило не може бити постављено као општи приједлог у дефинисању криминалне радње пошто она укључује изненађење, варање, лукавство и непоштене начине помоћу којих је неко преварен. Једине границе дефинисања су оне које ограничавају људски лоповлук.”²

Према оснивачу Удружења овлашћених испитивача превара (The Association of Certified Fraud Examiners-даље АCFE) Џозеф Т. Велс-у (Joseph T. Wells) „у ширем смислу превара може обухватити било коју криминалну радњу зарад стицања користи која употребљава обману као њен основни начин извршења.”³

За интерне ревизоре је најзначајнија дефиниција садржана у Међународним стандардима интерне ревизије према којој превара обухвата:

„све незаконске радње које имају карактеристике обмане, прикривања или злоупотребе повјерења. Ове радње нису условљене пријетњом насиљем или физичком силом. Криминалне радње могу починити лица и организације са циљем стицања новца, имовине или услуга у циљу избјегавања плаћања или губитка услуга, или у циљу осигуравања личне или пословне добити”⁴.

Најзначајнија подгрупа превара јесу криминалне радње у финансијским извјештајима, за које се најчешће користи фраза „криминал бијелог оковратника” и као такав овај појам има посебан значај за ревизијску теорију и праксу.

Ради се, заправо, о термину који се појавио 1939. године у дјелу „Криминал бијелог оковратника”⁵ чији је аутор Едвин Х. Сатерленд

² Stewen, A.W.; Chad, A. *Fraud Examination & Prevention*. Ohio: Thomson-South-Western, 2004. p. 5

³ Wells, Joseph T. *Corporate Fraud Handbook*. New Jersey: John Wiley&Sons, 2004. p. 4. (Наведено према: Петковиц, А. Форензичка ревизија. Opus citatum, стр. 14).

⁴ The Institute of Internal Auditors. *Profesional Practices Framework*. 2009, p. 66.

⁵ <http://www.asanet.org/galleries/default-file/PresidentialAddress1939.pdf>

(Edwin H. Sutherland), тадашњи предсједник америчког социолошког удружења. Он се супротставио, до тада доминантном, схватању по којем се криминал јавља само у нижим слојевима друштва и истакао тврдњу да се криминал, у тежим облицима, јавља и у вишим круговима друштва (власници и менаџери компанија). Отуда и сам назив рада, а аутор је у раду идентификовао и главне облике у којима се испољава овај криминал, а то су:

- лажно финансијско извјештавање компаније,
- пословно подмићивање,
- подмићивање јавних службеника ради добијања послова или повољних прописа,
- манипулисање на робној берзи,
- проневјера и ненамјенска употреба средстава,
- лажно рекламирање,
- закидање приликом мјерења,
- испорука некавалитетне робе,
- пореска утаја итд.

Данас постоје различите подјеле криминалних радњи по различитим основама. Најчешће се криминалне радње дијеле према:

1. починиоцима и оштећенима,
2. одредбама кривичног закона,
3. циклусима пословних догађаја (рачуноводственим циклусима,)
4. начину извршења.

Међународни стандарди ревизије (даље МСР)⁶ разликују два главна облика криминалних радњи :

Лажно финансијско извјештавање представља „намјеран погрешан исказ, или изостављање одређених података, или објелодањивања у финансијским извјештајима с циљем да се преваре корисници финансијских извјештаја”.⁷

Против правно присвајање средстава јесте присвајање средстава предузећа на основу лажних или кривотворених (преправљених) евиденција или докумената.

⁶ *Међународни стандарди и саопштења ревизије*. Превод с енглеског. Београд: Савез рачуновођа и ревизора Србије; Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске, 2004. стр. 220.

⁷ *Ibidem*, стр. 221.

2. Фактори који утичу на појаву криминалних радњи

Они који имају намјеру да почине криминалне радње у финансијским извјештајима се, најчешће, ни по чему не разликују од оних поштених којима тако нешто не пада на памет. Због тога је готово немогуће са сигурношћу унапријед знати ко од запослених, или од пословних партнера, има непоштене намјере.

Искуства су показала да они који се баве откривањем криминалних радњи (нпр. ревизори) требају узети у обзир неколико кључних фактора која мотивишу појединце да почине кривичне радње. То су:

- примјетни притисак,
- примјетна могућност,
- постојање оправдавајућих ставова.

Ови фактори, по многима, утичу на појаву криминалне радње исто као у случају пожара за чији је настанак неопходно постојање кисеоника, горива и топлоте чијим спајањем настаје пожар.⁸

За успјешно откривање криминалних радњи неопходно је познавати факторе који утичу на њихово појављивање, и због тога ћемо у наставку укратко појаснити сваки од кључних фактора.

Примјетни притисак

Криминална радња је врло често посљедица примјетног притиска који се испољава у виду финансијске потребе, потребе за самодоказивањем, или као посљедица фрустрације.

Примјетни притисци подстичу криминалне радње, а дијеле се на:⁹

- финансијске притиске,
- пороке,
- притиске на послу,
- друге притиске.

Највећи број криминалних радњи у финансијским извјештајима узрок имају у финансијским притисцима и притисцима од порока. Примјери финансијских притисака су:

- похлепа,
- живот на „високој нози” изнад финансијских могућности,

⁸ Према: Stewen, A.W.; Chad, A. *Fraud Exemination & Prevention*. Opus citatum, p. 20. (Наведено према: Петковиц, А. *Форензичка ревизија*. Opus citatum, стр.25).

⁹ Ibidem, стр. 25

- задуженост лица,
- финансијски губитак,
- изненадна потреба за новцем итд.

Пороци, као притисак, су везани за финансијске притиске и обухватају зависност појединаца од наркотика, алкохола, коцке и сл.

Осим порока и финансијских притисака, криминалне радње неријетко подстиче и осјећај недовољног уважавања на радном мјесту за посао који обавља појединац, незадовољство радним мјестом, незадовољство платом, страх од губљења радног мјеста и сл.

Уз све то постоје и притисци као што су изазов да се „побиједи” системи интерних контрола или показивање својих знања и вјештина, што је карактеристика хакера.

Примјетна могућност

Примјетна могућност је увећавање могућности да се изврши нека криминална радња, иста прикрије и избјегне законска санкција. Обухвата:¹⁰

- 1) Контролне факторе
 - слабости превентивних и детективних контрола.
- 2) Ванконтролне факторе
 - неспособност оцјењивања квалитета извршеног посла,
 - некажњавање или неуспјешно кажњавање починиоца криминалних радњи,
 - незнање, апатија, неспособност,
 - недостатак ревизионог трага,
 - недостатак приступа информацијама.

1) Контролни фактори

Ефикасан систем интерне контроле смањује вјероватноћу настанка криминалних радњи, али не отклања у потпуности ризик појаве незаконитих радњи, посебно када су у питању тајни договори. Уколико руководство (које је одговорно за успостављање система интерних контрола) не придаје посебан значај интерној контроли, онда се повећава могућност за „изигравање” тог система.

¹⁰ Ibidem, стр. 27.

2) Ванконтролни фактори

2.1) Неспособност оцјењивања квалитета извршеног посла

Руководство је у могућности да оцијени обављени посао на нивоу уговореног квалитета, квантитета и временског рока ако постоји могућност да се лично, на лицу мјеста, увјери у ваљаност посла који су извршили запослени у предузећу, или трећа лица ангажована по уговору.

Постоје послови за које је лако увјерити се да ли су обављени на уговорени начин. На примјер, кречење пословних просторија, замјена пода, кошење траве у кругу предузећа и сл. Насупрот томе, постоје послови код којих је то теже учинити и због тога се појављује могућност да се купљена роба или услуга преплати, да се добије некалитетна услуга, изврши посао који није тражен и сл. То су углавном послови везани за разне услуге као што је годишње сервисирање возног парка или пак адвокатске, рачуноводствене, правне или сличне услуге.

2.2) Некажњавање или неуспјешно кажњавање починилаца криминални радњи

Искуства показују да они који почине криминалне радње које материјално значајно утичу на финансијске извјештаје, а због тога не буду санкционисани, обично настављају са незаконитим радњама. Један број руководиоца у предузећима вјерује да ће праштањем починиоцима криминалних радњи ријешити проблем и да ће они с тим престати. Међутим, то има супротан ефекат, јер остало запослено особље често то схвати погрешно (нпр. да најгоре што им се може десити је отказ са посла и то ако се прекршај открије без кривичног гоњења пред судом).

Таква ситуација пружа другима примјетну могућност која, када се повеже са другим мотивационим факторима криминалних радњи, подстиче њихово чињење и убудуће. Зато, једино кривично гоњење починилаца може уклонити овај фактор као подстицај за криминалне радње.

2.3) Немогућност приступа информацијама

Ово је карактеристично код злоупотреба које чини менаџмент на штету власника и повјерилаца. Ради се о томе да руководиоци прикривају информације од акционара, инвеститора и кредитора и зато је у циљу заштите од тога неопходно тражити објављивање информација, ревидованих финансијских извјештаја и сл.

Уз ова два кључна мотивациона фактора, треба поменути и фактор **оправдавајућих ставова**. Наиме, починиоци криминалних радњи, када буду откривени, најчешће се правдају користећи аргументе да им предузеће дугује новац, да се ради о позајмици а не крађи, да је све учињено у доброј намјери, да ће све бити намирено и сл.

3. Корпоративно управљање и одговорност за спречавање и откривање превара

Корпоративно управљање можемо сматрати системом помоћу којег се управља и помоћу којег се контролише корпорација. Оно обезбјеђује структуру за расподјелу права и обавеза између управног одбора, акционара, руководства, одбора за ревизију, ревизора и других учесника у корпорацији.

Сваки од поменутих учесника у корпорацији има одређену улогу у спречавању и откривању криминалних радњи. Ако за примјер узмемо акционарско друштво, онда је одговорност за стратегију и пословање друштва на управном одбору који бира скупштина акционара и на руководству које бира и именује управни одбор.

3.1. Одговорност управног одбора

Према нашем законодавству, управи одбор извјештава скупштину акционара о:¹¹

- намјераваној пословној политици и о другим начелним питањима која се односе на вођење послова, укључујући одступање од раније утврђених разлога за то;
- економичности, рентабилности и солвентности друштва;
- пословању друштва и његовом финансијском стању;
- значајним пословним догађајима који могу имати утицај на рентабилност и солвентност друштва, итд.

На претходно побројаним надлежностима управног одбора заснива се и одговорност управног одбора за криминалне радње. Са каквим успјехом ће управни одбор спречавати и откривати криминал-

¹¹ Види Закон о привредним друштвима РС, Службени гласник Републике Српске, бр. 127/2008, члан 315.

не радње, зависи од мноштва фактора. Теорија и практична искуства показују да се та успјешност може побољшати путем:

- именована вањских-неизвршних чланова управног одбора;
- именована стручних и квалитетних чланова у управне одборе;
- раздвајања функције предсједника управног и извршног одбора;
- примјерене дужине трајања мандата чланова управног одбора;
- усвајања кодекса понашања.

3.2. Одговорност руководства

Одговорност руководства акционарског друштва за спречавање и откривање криминалних радњи у финансијским извјештајима произилази из његових основних обавеза и одговорности: како у погледу законитости пословања, тако и у погледу припреме и објављивања финансијских извјештаја у складу са Међународним рачуноводственим стандардима (МРС) односно Међународним стандардима финансијског извјештавања (МСФИ) и законом.

Сходно томе, мора се нагласити одговорност руководства за успостављање система интерних контрола и за ефикасан процес финансијског извјештавања. С тим у вези, постоји усаглашен став ревизијске теорије и праксе да је руководство предузећа одговорно за успостављање и одржавање ефективних система интерне контроле који ће обезбиједити ефикасно и законито пословање, заштиту имовине, те поуздано, правовремено и законито финансијско извјештавање.

Имајући у виду ове чињенице, лако је закључити да за појаву криминалних радњи у финансијским извјештајима одговорност, такође, сноси руководство. При томе треба нагласити да се обично сматра да је управни одбор одговоран за стратешко управљање, док је руководство одговорно за руковођење предузећем. Међународни стандарди ревизије су прихватили овакав став и због тога јасно обавезују ревизоре да од руководства (а не од управног одбора) прибаве писану изјаву у којој се јасно наводи да руководство „признаје своју одговорност за увођење и функционисање система интерних контрола који су осмишљени да спријече и открију криминалне радње или грешке.”¹²

¹² Међународни стандарди и саопштења ревизије. *Opus citatum*, стр. 232.

Стандарди, такође, наводе да је веома важно да руководство предузећа под надзором управног одбора усмјери пажњу на превенцију криминалних радњи, односно на одвраћање потенцијалних починилаца криминалних радњи од чињења истих. У ту сврху потребно је:

- идентификовати и процијенити све факторе и околности који омогућавају појаву криминалних радњи;
- процијенити ризик појаве криминалних радњи;
- успоставити систем интерних контрола који треба да спријечи и открије криминалне радње.

Уз све то, савремена теорија сугерише и додатне елементе као што су 1) периодично извјештавање руководства о функционисању система интерних контрола, 2) увођење етичког понашања и поштења од стране топ менаџера и 3) подстицање руководилаца да посједују акције компаније и тако више раде у њеном интересу.

3.3. Одговорност одбора за ревизију

Одбор за ревизију је надзорно тијело које именује управни одбор, а чији је задатак да надгледа рачуноводствени процес, процес финансијског извјештавања и поступке ревизије финансијских извјештаја. У складу с тим, и одбор за ревизију има одређену улогу везану за криминалне радње у финансијским извјештајима која обухвата сљедеће:

- именовање и надгледање рада интерне ревизије;
- праћење функционалности система интерних контрола;
- спона за размјену мишљења између руководства, интерних и екстерних ревизора;
- надзирање поступка одабира рачуноводствених политика;
- надзор над процесом финансијског извјештавања.

Поред ових надзорних механизма, одбор за ревизију може утицати на спречавање и откривање криминалних радњи, а да ли ће то чинити са успјехом - зависи од испуњења неколико претпоставки. Претпоставке успјешности одбора за ревизију у спречавању и откривању криминалних радњи су:

- независност одбора;
- дужна пажња са којом раде чланови одбора;
- посједовање одговарајућих средстава и овлашћења;
- финансијска стручност чланова одбора.

3.4. Одговорност екстерне (вањске, независне) ревизије

Општи циљ ревизије финансијских извјештаја је да омогући ревизору да изрази мишљење о томе да ли финансијски извјештаји на истинит и објективан начин приказују финансијско стање и успјешност пословања предузећа.

С тим у вези, екстерни ревизор има одређену одговорност према корисницима финансијских извјештаја (акционарима, прије свих), а у вези са откривање криминалних радњи, посебно лажног финансијског извјештавања. Генерално, та одговорност се може посматрати са различитих аспеката:

- аспект етичке одговорности;
- аспект одговорности према стандардима ревизије;
- аспект законске одговорности.

Када је у питању одговорност екстерних ревизора за спречавање и откривање криминалних радњи и финансијско извјештавање, онда је важно истаћи неколико чињеница.

Прво, екстерни ревизори немају никакву одговорност за спречавање криминалних радњи јер је то одговорност руководства предузећа. Једино што треба нагласити у том погледу је то да екстерна ревизија може утицати на одвраћање од чињења таквих радњи самим њеним дјеловањем.

Што се тиче откривања криминалних радњи, и ту је ствар слична. Одговорност за њихово откривање је на руководству предузећа, док ревизор у складу са МСР треба планирати и извршити ревизију са дужном пажњом, узимајући у обзир ризик појаве криминалних радњи и њиховог утицаја на финансијске извјештаје.

И треће, када је у питању извјештавање, ствар је прилично јасна, изузев у неким посебним случајевима. Наиме, према МСР, уколико је ревизор идентификовао криминалну радњу или прибавио информације које указују да постоји могућа криминална радња, он треба да о том питању извијести одговарајући ниво руководства, што је прије могуће.¹³

Међутим, проблем је шта чинити ако криминалну радњу изврши највиши руководилац, јер се пред ревизором може јавити дилема шта да слиједи: МСР или националне прописе?

¹³ Међународни стандарди и саопштења ревизије. Opus citatum, стр. 233.

Проблем је што МСР¹⁴ налажу ревизорима да морају чувати по-вјерљиве информације до којих дођу обављајући ревизију код клијента, што искључује извјештавање било кога о било чему, осим руководства предузећа чије финансијске извјештаје ревидира. С друге стране, могу постојати и закони који омогућавају да се о криминалним радњама обавијесте надлежни државни органи. Такав је случај у Републици Србији гдје Закон о рачуноводству и ревизији прописује да у случају откривања криминалних радњи „предузеће за ревизију је дужно да у складу са МСР, обавијести руководство правног лица и надлежни државни орган, у складу са законом.”¹⁵

У Закону о рачуноводству и ревизији, као и у другим законима у Републици Српској и БиХ, не постоји прецизна одредба која омогућава независним ревизорима да обавјештавају надлежне органе о евентуалним криминалним радњама. Једино у Кривичном закону постоје одредбе опште нарави, које обавезују сваког грађанина да о кривичним дјелима треба обавијестити релевантне државне органе. Међутим, те одредбе не омогућавају екстерним ревизорима тако нешто и они се настоје „слијепо” држати стандарда, што је у таквим условима разумљиво, а у неку руку и рационално понашање.

Изузетак постоји када је у питању ревизија јавног сектора. Наиме, ова врста ревизије је успостављена и проводи се по посебном закону и по посебним правилима којима је могуће прописати могућност или обавезу информисања органа гоњења о кршењу закона. Тако је, на примјер, у Републици Србији Законом о рачуноводству и ревизији прописана обавеза да државна ревизорска институција доставља прекршајне и кривичне пријаве када сматра да постоје кршења прописа, док је у Републици Српској у Закону о ревизији јавног сектора Републике Српске¹⁶ остављена могућност информисања органа гоњења, јер се у члану 24. каже: „Главна служба за ревизију дужна је, након што информише лице које руководи институцијом у којој се врши ревизија, а што ће учинити само уколико се тиме неће проузроковати било какав утицај на истрагу, обавијестити надлежне органе за провођење закона, када постоји сумња о значајном кршењу закона”.

¹⁴ Ibidem, стр. 240.

¹⁵ Према: Петковић, А. *Форензичка ревизија*. Opus citatum, стр.78.

¹⁶ Закон о ревизији јавног сектора Републике Српске, Службени гласник РС број 18/99)

3.5. Одговорност интерне ревизије за спречавање и откривање преваре

Интерна ревизија је, по многима, поред управног одбора, руководства и независних екстерних ревизора, четврти кључни елемент корпоративног управљања. Ради се о дјелатности која је осмишљена са циљем да побољша и ојача пословање организације путем независног увјеравања, да помогне организацији у постизању њених циљева и да систематским и дисциплинованим приступом помогне у оцјени и јачању процеса управљања ризиком.

У нашој пракси, веза између интерне ревизије и управног одбора односно акционара је сведена на редовно и правовремено извјештавање о налазима, закључцима и препорукама ревизора, док је веза између интерних и екстерних ревизора двојака. С једне стране је допуњавајућа, а с друге стране је потпуно различита.

Одбор за ревизију је тај који би требао обезбиједити да се послови интерних и екстерних ревизора међусобно допуњују, тако што ће ускладити међусобне активности и размјењивати мишљење.

Уска сарадња између одбора за ревизију и интерне ревизије путем сталне размјене информација је најбољи начин да се умањи вјероватноћа појаве преваре, јер омогућава управном одбору да прати шта се дешава у организацији. Стога се сматра да је функција интерне ревизије важан основ у спречавању и откривању лажног финансијског извјештавања.¹⁷

По питању одговорности интерних ревизора за спречавање и откривање криминалних радњи постоје различити ставови, али преовладава мишљење да они морају имати проактивну улогу из простог разлога - јер су они дио интерне контролне структуре.

Сходно томе, одговорност интерних ревизора је вишеструка и може се посматрати у контексту одвраћања, откривања, испитивања и извјештавања о криминалним радњама.

3.5.1. Одговорност интерног ревизора за одвраћање од криминалних радњи

Средство за одвраћање од криминалних радњи је успостављање система интерних контрола против криминалних радњи. Главну од-

¹⁷ Према: Петковић, А. *Форензичка ревизија*. Opus citatum, стр.66.

говорност – како за осмишљавање, тако и за функционисање интерних контрола, има руководство организације.

У том смислу одговорност интерних ревизора за одвраћање од преваре је да помогне руководству тако што ће на одговарајући начин испитати и оцијенити адекватност и ефикасност система интерних контрола.

У испуњавању те одговорности, интерни ревизори требају размотрити:

- контролно окружење (утврдити да ли руководство има одговарајући став према преварама, да ли је успоставило одговарајуће мјере у правцу контролних поступака, да ли су успостављени циљеви и кодекс понашања којим су дефинисани забрањене радње и кажњавање починиоца таквих радњи);
- провјерити да ли се примјењују одговарајуће политике везано за овлашћења и одобрења трансакција и да ли су успостављени контролни поступци за заштиту имовине и праћење пословања.

3.5.2. Одговорност интерног ревизора за откривање криминалних радњи

Међународни стандарди интерне ревизије¹⁸ на више мјеста у стандардима планирања, извођења и извјештавања истичу захтјеве које морају испунити интерни ревизори у вези са преваром. То су следећи стандарди: 1210; 1220; 2010; 2060; 2120; 2120; 2120; 2130; 2210; 2400.

Према овим стандардима, интерни ревизори морају:

1. имати довољне компетенције за спречавање и откривање превара;
2. оцијенити изложеност ризику везано за поузданост финансијских извјештаја, заштиту имовине и поштивање закона и прописа;
3. оцијенити адекватност и ефикасност контрола које су успостављене као одговор на ризике;
4. приликом планирања ревизије, размотрити вјероватноћу појаве грешака, превара, неусклађености и слично.

¹⁸ The Institute of Internal Auditors. *Profesional Practices Framework*. 2009.

У пракси, одговорност интерних ревизора за откривање криминалних радњи, односно превара, испуњава се уочавањем знакова (индиција, симптома) криминалних радњи, њиховим разматрањем и испитивањем.

Да би успјешно испунио поменуте одговорности, интерни ревизор мора познавати мотивационе факторе криминалних радњи које смо разматрали у ранијем тексту, као и начин извршења криминалних радњи и њихове карактеристике. Познавање треба бити на нивоу који обезбјеђује да се препознају симптоми и изврше даља испитивања. То није ниво знања који посједују лица чији је посао откривање и истраживање превара и од интерног ревизора се не очекује да има тај ниво знања.

Сходно предњем, интерни ревизори у испуњавању одговорности за спречавање преваре требају:

1. бити опрезни када постоје примјетни притисци или примјетне могућности као фактори који мотивишу појаву преваре;
2. у случају постојања мотивационих фактора (примјетних притисака и могућности) извршити испитивање у циљу уочавања симптома преваре;
3. након евентуалног проналажења симптома, треба их оцијенити и утврдити њихов утицај на организацију.

Поступајући на описани начин, интерни ревизор ће испунити циљ интерне ревизије у вези са криминалним радњама: „...да се члановима организације помогне да ефективно врше своје одговорности снабдијевајући их анализама, процјенама, препорукама, савјетима и информацијама везаним за прегледане активности.”¹⁹

3.5.3. *Одговорност интерног ревизора за испитивање криминалних радњи*

Уколико постоје озбиљне назнаке да су почињене криминалне радње, интерни ревизор треба о томе обавијестити руководство које је одговорно за доношење одлуке о отпочињању истраге.

Међутим, јавља се проблем онда када је интерни ревизор увјерен да је руководство укључено у криминалне радње. У том случају по-

¹⁹ Pickett, Spencer K.H. *The Internal Auditor at Work*. John Wiley&Sons, Inc., 2008. p. 84.

требно је о томе обавијестити управни одбор који ће одлучити шта и како даље треба чинити.

Уколико одлука руководства, односно управног одбора, буде да се испитају симптоми постојања криминалних радњи, онда се приступа провођењу поступака њихове провјере. Обим тих поступака зависи од процјене величине и обима преваре и нивоа руководства који је умијешан у исту. Важно је да ти поступци буду осмишљени тако да открију починиоце криминалне радње, утврде начин на који је она извршена, величину криминалне радње и слично. По завршетку провјере, интерни ревизор, на основу запажања, треба препоручити да се побољшају интерне контроле како се исте или сличне радње не би поново догодиле у будућности.

Међутим, намеће се питање како се требају понашати интерни ревизори ако је у криминалне радње укључено један или више чланова управног одбора?

За давање одговора на ово питање, потребно је претходно подсјетити се на неке чињенице. Прво што треба истаћи је да постоје одређене разлике у мотивима увођења функције интерне ревизије код приватних и државних предузећа, односно ентитета јавног сектора.

Власници, прије свега, великих приватних предузећа, у циљу заштите своје имовине и обезбјеђења ефикаснијег пословања, настоје да успоставе интерне контроле и запосле интерне ревизоре који ће надzirати њихово функционисање. С друге стране, државна предузећа и ентитети јавног сектора, су „власништво” грађана у коначном, која су они повјерили на располагање својим изабраним представницима у законодавној и извршној власти. Искуства показују да су јавна средства подложна расипању и злоупотреби и зато се законом прописује обавеза успостављања система интерних контрола и увођење функције интерне ревизије у државним предузећима и ентитетима јавног сектора.

Због тога интерним ревизорима не преостаје пуно простора, нити рјешења. Наиме, једино што могу је да о томе обавијесте скупштину акционара (ако се ради о акционарском друштву), односно оснивача државног предузећа (ако се ради о државном предузећу) и евентуално да о томе информишу екстерног ревизора и то ако овај буде тражио сусрет са интерним ревизором током провођења екстерне ревизије финансијских извјештаја.

Све, преко тога представљало би велики ризик који би могао угрозити останак интерног ревизора у предузећу. То је једна од многобројних баријера на коју у пракси наилазе интерни ревизори, а које утичу на то да они не испуњавају ту своју улогу онако како би требали и могли. Зашто?

Прије свега то је посљедица чињенице да теже криминалне радње често чине или их покривају чланови највишег руководства. Могло би се чак рећи да до тежих облика преваре и не може доћи без уплетености највишег нивоа руководства. С друге стране, познато је да у већини предузећа највиши ниво руководства одлучује о селекцији и именовану интерних ревизора, онда је јасно зашто они често избјегавају да се дубље и детаљније упусте у откривање незаконитости и информисања надлежних о томе.

Дакле, ствар је јасна. Интерни ревизори требају бити професионалци, независни, поштени и слично али су они истовремено и људи од крви и меса који морају водити рачуна о својој егзистенцији и егзистенцији своје породице. Вјероватно код њих понекад превлада рационалнији став. То је донекле и разумљиво, посебно у друштву као што је наше гдје је веома упитно да ли ће неко стати иза интерног ревизора ако би због пријављивања руководства надлежним за незаконитости добио отказ.

Овом проблематиком су се бавили и неки теоретичари, а један од њих сматра да је у циљу јачања улоге интерних ревизора, везане за финансијско извјештавање и откривање криминалних радњи, потребно:²⁰

- организовати састанке између главног интерног ревизора и комитета за ревизију у вези са процесима финансијског извјештавања;
- успоставити консолидоване функције ревизије која се састоји од комитета за ревизију, интерних ревизора, екстерних ревизора, тима врхунских руководиоца, и повремено оцјењивати ваљаност, поузданост и интегритет процеса финансијског извјештавања;
- организовати блиску сарадњу и садејство рада независних са интерним ревизорима, кроз један заједнички процес планира-

²⁰ Rezaee, Zabihollah. *Financial Statement Fraud-Prevention and detection*. New York: John Wiley&Sons, 2002. p. 206.

ња који садржи размјену планова ревизије, програма, налаза и извјештаја;

- захтијевати од интерних ревизора да одбору ревизора или управном одбору достављају извјештаје о њиховим налазима, а у вези са припремом финансијских извјештаја, посебно када у њима постоје знакови криминалних радњи;
- извијестити надлежне контролне органе, или чак акционаре у вези са пропустима комитета за ревизију, да поступи по налазима интерне ревизије о криминалним радњама;
- ојачати статус интерних ревизора као дијела корпоративног управљања кроз виши ниво односа извјештавања, бољи приступ одбору ревизора, планирању напредовања на основу неопходног искуства, образовања и знања, и довољних новчаних средстава зарад побољшања улоге интерних ревизора у процесу финансијског извјештавања и њихове успјешности у спречавању и откривању криминалне радње;
- оцијенити примјереност и успјешност структуре интерне контроле уопште, и посебно интерне контроле у погледу процеса финансијског извјештавања;
- размотрити ризике, политике, процедуре и контроле у односу на квалитет, интегритет и поузданост финансијског пословања;
- пратити сагласност са кодексом понашања у компанији зарад увјеравања да је постигнута сагласност са политикама етике и другим повезаним процедурама које подстичу достизање етичког понашања.

Да би интерни ревизори били успјешни у откривању и спречавању криминалних радњи, неопходно је статутом предузећа обезбиједити им овлаштења за приступ свим документима и информацијама у предузећу и могућност да траже објашњења – како од запослених, тако и од највишег руководства.

С друге стране, и интерни ревизори би се требали максимално ангажовати на спречавању и откривању незаконитости, користећи предност коју имају над екстерним ревизорима који су лимитирани и временом и новцем.

3.5.4. Одговорност интерних ревизора за извјештавање о криминалним радњама

Извјештај интерног ревизора о криминалним радњама може бити сачињен у току провјере њихових симптома, или након завршетка испитивања основаности њиховог постојања. Без обзира на то када је сачињен, извјештај се доставља руководству правног лица.

Форма извјештавања зависи од тога у којој се од поменутих фаза извјештај сачињава. Ако се сачињава у току провјере симптома криминалних радњи, он може бити сачињен у писаном облику, или изнесен руководству усмено. Уколико се пак доставља након завршетка испитивања, извјештај мора бити сачињен у писаној форми и треба садржавати налазе, закључке и препоруке ревизора на основу којих ће се моћи предузети све потребне мјере и активности.

Оно што треба нагласити јесте то да интерни ревизор поступа различито у зависности од тога да ли се криминалне радње за које постоји основана сумња односе на финансијске извјештаје текућег или претходног периода. У сваком случају, уколико криминална радња носи значајне материјалне и законске посљедице, одмах извјештава руководство и управни одбор, док у другом случају треба извијестити и одбор ревизора.

Закључак

Преваре постоје откад постоје људи, а преваре као што су пореске утаје, злоупотреба средстава предузећа и лажно финансијско извјештавање постоје од када постоје предузећа. Мотиви за чињење ових криминалних радњи су бројни и нису непознати стручној јавности. Међутим, ново вријеме носи са собом и нове облике превара и чини се да је криминал ескалирао до забрињавајућег нивоа, због чега се намеће питање одговорности за такво стање али и питање како то спријечити (у мјери у којој је то уопште могуће).

Да буде још горе, одговор је мање-више познат и гласи: потребно је досљедно примијенити савремени концепт корпоративног управљања који подразумева да сви кључни чиниоци тог концепта; управни одбор, руководство, одбор за ревизију и екстерни и интерни ревизори испуне своју улогу у потпуности и координирано.

То, дакако, није ни једноставно, ни лако, нити је то реално, јер се може десити да неко од кључних чиниоца корпоративног управљања

(или више њих) не испуни своју улогу на прави начин. Проблем настаје онда када највише руководство предузећа ради незаконито и чини кривичне радње јер, према садашњем законодавном оквиру, ревизори су ограничени да то пријаве надлежним органима.

Једино што преостаје је да на сцену ступи држава (шта год то значило) и по угледу на неке развијене земље интервенише тако што ће преиспитати и додатно ојачати законодавни и регулаторни оквир, чиме би се створиле претпоставке да се криминалне радње овог типа сведу на најмању могућу мјеру.

Сви други који су заинтересовани за ова проблем требају помоћи држави у оквиру својих одговорности и овлашћења. То се нарочито односи на професионална удружења рачуновођа, ревизора, интерних ревизора итд. који би могли припремити потребне приједлоге мјера и промјена прописа којим се ојачала позиција ревизора, интерних и екстерних. Те промјене могу евентуално укључити додавање већих овлашћења ревизорима да информишу, рецимо, акционаре о преварама менаџмента или чак да пријављују случајеве превара које чини највише руководство, а у сваком случају требају предвидјети бољу заштиту оних који се одлуче да искористе неку од ових могућности.

Литература

1. Stewen, A.W.; Chad, A. *Fraud Exemination & Prevention*. Ohio: Thomson-South-Westwrn, 2004.
2. Pickett, Spencer K.H. *The Internal Auditor at Work*. John Wiley&Sons,Inc., 2008.
3. Кулина, Д. *Криминалне радње у финансијским извјештајима*. Зборник радова тринаестог међународног симпозија Удружења рачуновођа и ревизора ФБиХ. Неум: Сарајево, 2010.
4. *Међународни стандарди и саопштења ревизије*. Превод с енглеског. Београд: Савез рачуновођа и ревизора Србије; Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске, 2004.
5. Петковиц, А. *Форензичка ревизија*. Бечеј: Нови Сад: Пролетер, 2010.
6. Rezaee, Zabihollah. *Financial Statement Fraud-Prevention and detection*. New York: John Wiley&Sons, 2002.

7. The Institute of Internal Auditors. *Profesional Practices Framework*. 2009.
8. Wells, Joseph T. *Corporate Fraud Handbook*. New Jersey: John Wiley&Sons, 2004.
9. Закон о привредним друштвима. Службени гласник Републике Српске: бр. 127/2008.
10. <http://www.asanet.org/galleries/default-file/PresidentialAddress1939.pdf>

*Јелена Пољашевић**

УТВРЂИВАЊЕ И ОДРЖАВАЊЕ ПРОФИТАБИЛНОГ НИВОА НЕТО ОБРТНИХ СРЕДСТАВА

DETERMINING AND MAINTAINING THE AMOUNT OF PROFITABILITY OF NET WORKING ASSETS

Резиме

Нето обртна средства представљају значајан показатељ ликвидности предузећа. У одређивању њихове оптималне висине, менаџмент треба водити рачуна да превисоко улагање у нето обртна средства доводи до пада профитабилности предузећа, али исто тако да недостатак ликвидних средстава у дугом року води предузеће у несолвентност. Управљање нето обртним средствима подразумејева одређивање оптималне висине готовине и краткорочних пласмана: залиха и потраживања, на једној страни, и изналагање адекватних извора финансирања обртне имовине, на другој страни. У овом раду анализирани су финансијски извјештаји предузећа која се котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе у циљу утврђивања међуусловљености нивоа нето обртних средстава и профитабилности како би се покушала утврдити веза између ове двије промјенљиве. Као што се у литератури увијек и наглашава, висина нето обртних средстава првенствено је условљена привредном дјелатношћу којом се предузеће бави а затим и другим факторима као што су положај на тржишту, услови продаје и дужина производног циклуса. Истраживању су показала да, изузимајући предузећа са негативном стопом приноса у

* Факултет за економију и менаџмент, Слобомир П Универзитет, Добој,
jelena_poljasevic@yahoo.co.uk

цијелом посматраном периоду, висина нето обртних средстава није значајно утицала на стопу приноса на сопствени капитал.

Кључне ријечи: обртна средства, нето обртна средства, ликвидност, профитабилност, управљање нето обртним средствима, нето неготовинска обртна средства.

Summary

Net working assets are an important indicator of a company's liquidity. To determine the optimal amount, the management has to know that over-investing into net working assets can lead to a decline in the company's profitability, but on the other hand, net working assets insufficiency ultimately leads to the company's insolvency. Managing net working assets involves calculating optimal amounts of cash and short-term placements; stocks and claims on one side and finding adequate financing sources for the working capital on the other. This paper analyzes financial reports from the companies in the official Banjaluka stock market to determine the relation of net working assets and profitability, and tries to find a connection between these two variables. As it is always emphasized in literature, the amount of net working assets is foremostly bound to the company's field of work and then to some other factors, such as the market placement, terms of sale and its business cycle. Research has shown that, if we exclude the companies with a negative return rate during the whole period of observation, the amount of net working assets did not significantly affect the rate of return on its capital.

Key words: working assets, net working assets, liquidity, profitability, managing net working assets, net noncash working assets.

Увод

При анализи финансијских извјештаја, у циљу оцјене финансијског здравља предузећа, користе се бројна рација. Уопштено ови показатељи се могу подијелити у двије скупине; на показатеље који се користе за оцјену ликвидности и оне који се користе за оцјену профитабилности предузећа. Један веома значајан показатељ ликвидности су нето обртна средства. Посматрано са стране активе, нето обртна средства представљају разлику између обртних средстава и

краткорочних обавеза. До истог износа долазимо уколико од дугорочних извора одузмемо стална средства. Утврђивање висине и анализа прилива и одлива нето обртних средстава значајна је како за кредитора тако и за власнике, односно менаџмент предузећа. Из перспективе кредитора већи износ нето обртних средстава потврда је да ће предузеће своје обавезе измирити на вријеме, односно да ће бити ликвидно. Рациа којима се мјери ликвидност предузећа као што су рацио текуће ликвидности и рацио редуковане ликвидности¹ имаће веће вриједности уколико предузеће располаже са већим износом нето обртних средстава. Проблем одржавања ликвидности произилази из чињенице да поједине позиције обртне имовине и краткорочних обавеза имају различиту ликвидност односно рокове доспијећа које треба усагласити. Међутим, уколико предузеће располаже са већим износом обртних средстава у односу на краткорочне обавезе већа је вјероватноћа да ће се један дио тих средстава конвертовати у готовину у вријеме доспијећа једног дијела текућих обавеза за плаћање. Управо из разлога несинхронизованости прилива и одлива готовине из пословне активности постоји потреба за постојањем нето обртних средстава. Док се, међутим, одливи из пословања могу предвидјети са одређеном прецизношћу на бази склопљених уговора са добављачима или законских рокова за плаћање обавеза према држави, очекиване приливе по основу продаје и наплате потраживања од купаца много је теже предвидјети. Код предузећа која врши продају својих производа, робе или услуга за готовину, потреба за нето обртним капиталом је веома мала као што су комунална предузећа, предузећа за снабдијевање електричном енергијом, водом, и сл. Насупрот њима, производна предузећа чији је производни процес дуг захтијевају постојање значајног износа нето обртног капитала. Због тога, из перспективе вредновања капитала и раста предузећа, нето обртна средства нису једнако важан показатељ за сва предузећа.

Традиционална анализа нето обртних средстава је одбранбена; питамо се може ли предузеће одговорити на вријеме доспјелим обавезама. Али нето обртна средства нам такође говоре и о оперативној

¹ Рацио редуковане ликвидности се добије из односа монетарне активе и краткорочних обавеза. Овај рацио се у литератури често среће и под називом рацио убрзане ликвидности или ACID test ratio (quick ratio).

ефикасности предузећа која директно утиче на рентабилност. Дужина готовинског циклуса показује колико је обртних средстава везано за текуће операције. Трендови у броју везивања сваког дијела обртне имовине могу предвидјети побољшања или нарушавање здравља предузећа. Овдје треба имати у виду да лоше управљање нето обртним средствима може довести до пада вриједности за акционаре.

У том смислу поставља се питање који је то оптимални ниво нето обртних средстава за предузеће и да ли се може развити модел који узима у обзир све параметре који утичу на нето обртна средства. За свако предузеће одговор зависи од низа фактора. Ипак, могуће је предузећима помоћи у одлучивању анализирајући различите компоненте обртних средстава и њихов свеукупни утицај на профитабилност. С друге стране, висина обртних средстава условљена је начином њиховог финансирања. Управљање обртним средствима и изворима њиховог финансирања је веома важан аспект корпоративних финансија. Често разлика између високо профитабилних предузећа и оних која то нису управо лежи у ефикасном управљању нето обртним средствима.

1. Теоретска разматрања о утицају висине нето обртних средстава на ликвидност и профитабилност предузећа

Висина нето обртних средстава сматра се гарантом ликвидности једног предузећа. Међутим, поједина предузећа могу несметано да послују и одржавају своју ликвидност иако не располажу са нето обртним средствима или су она чак негативна што је случај са предузећима чији је нето новчани прилив током времена стабилан и обиман. Повећање обртних средстава у односу на краткорочне обавезе повећава ликвидност предузећа али истовремено умањује профитабилност. Профитабилност, о којој овдје говоримо, односи се на пословни и нето добитак, док ризик подразумијева ризик од неликвидности предузећа.

Међузависност профитабилности и ризика заснована је на двије важне претпоставке²; прво, да сва пословна средства не дају исти допринос укупној профитабилности; и друга, да постоји разлика у ције-

² Красуља Драган; Иванишевић Милорад; „Пословне финансије”, Центар за издавачку дјелатност Економског факултета у Београду; Београд, 2005. стр. 164.

ни између краткорочних и дугорочних извори из којих су та средства финансирана. Предузећа уобичајено претпостављају да принос на фиксну имовину треба да буде већи од приноса на обртну имовину. Ово се може поткријепити чињеницом да поједине позиције обртних средстава не доприносе стварању прихода а самим тиме ни добитку предузећа. То су првенствено позиције потраживања од купаца и готовина.

Према другој претпоставци трошкови финансирања из краткорочних и дугорочних извора су различити. На један дио краткорочних обавеза предузеће не плаћа камату; као што су обавезе према добављачима, држави и запосленим, те се ови извори и називају спонтаним изворима финансирања. Када је ријеч о каматама на краткорочне и дугорочне кредите, логично је да су камате на краткорочне кредите мање због мањег ризика од наплате њиховог износа.

Приликом успостављања баланса између рентабилности и ризика полази се од релативног учешћа обртних у укупним средствима, односно краткорочних у укупним обавезама, као и од њиховог заједничког утицаја на пословни и нето добитак предузећа, те висину нето обртних средстава.

Повећање нето обртних средства могуће је или повећањем обртних средства, или смањењем краткорочних обавеза. Повећањем обртних средстава у укупним средствима ангажују се средства која мање доприносе остварењу нето добитка. С друге стране, замјена краткорочних извора дугорочним изворима финансирања, значи изналажење скупљих извора финансирања, што, такође, доводи до смањења нето добитка, односно рентабилности. И у једном и у другом случају ризик предузећа од неликвидности је мањи. На рентабилност се може утицати или повећањем прихода, или смањењем расхода. Повећање прихода се може остварити улагањем у ефикаснија средства која доприносе вишем остваривању прихода.

На основу претходног, можемо закључити: што су већа нето обртна средства, ликвидност предузећа је боља и ризик је мањи. Како, међутим, то утиче на рентабилност предузећа, приказаћемо кроз слиједећа рациа:

1. Рацио обрта обртне имовине, који се добије као однос прихода од продаје и просјечне вриједности обртне имовине. При константној продаји повећање обртне имовине доводи до смањења овог рациа, те дужег периода везивања новчаних средстава у обртна средства. Повећање средстава захтијева и проналажење

адекватних извора финансирања. Будући да смо претпоставили да долази до раста нето обртних средстава, извори финансирања су дугорочни.

2. Стопа бруто профитне марже, као однос нето добитка увећаног за трошкове камате и прихода од продаје. Уколико је повећање обртних средстава финансирано из извора на које се плаћа камата, при непромијењеној продаји, долази до пада стопе бруто профитне марже. Смањење ће бити веће уколико се предузеће одлучи за дугорочне у односу на краткорочне кредите.
3. Стопа приноса на укупни капитал, као однос нето добитка увећаног за трошкове камате и просјечне имовине. Повећање обртних средстава доводи до повећања укупне имовине и смањења стопе приноса на укупан капитал.
4. Стопа приноса на сопствени капитал (return on equity - ROE) као производ степена задужености, рачуна обртна имовине, бруто профитне марже и терета дуга. Из претходног се може уочити да смањење рачуна обртне имовине и бруто профитне марже директно утиче на смањење приноса на сопствени капитал.

Од предузећа се захтијева да успостави равнотежу између профитабилности и ликвидности док обавља свакодневне пословне активности. Ликвидност као могућност предузећа да измирује своје обавезе на вријеме, загарантована је само обављањем профитабилних подухвата.

1.1. Утврђивање висине нето неготовинских обртних средстава

Поред нето обртних средстава, у литератури се често среће и појам нето неготовинских обртних средстава. За израчунавање ове величине потребно је обртна средства умањити за готовину, утрживе хартије од вриједности и краткорочне пласмане, а краткорочне обавезе умањити за краткорочне кредите и дио дугорочних кредита који доспијевају за наплату у посматраној години³. Висина нето неготовинских обртних средстава се добије када се од суме залиха и потра-

³ New York University, Leonard N. Stern school of business
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/noncashwc.htm

живања одузму обавезе према добављачима, држави и радницима, те укалкулисане обавезе. Готовина, утрживе хартије од вриједности и краткорочни пласмани се изузимају из разлога што се не држе само због постојања потребе за одређеним износом нето обртних средстава. Ове ставке често остварују корист у облику камате, смањујући свој опортунитетни трошак до нивоа близу нуле, а то се реално не може очекивати од неготовинских обртних средстава. Краткорочни кредити се изузимају јер се њихова висина узима у обзир приликом израчунавања трошка капитала.

Нето неготовинска обртна средства представљају онај дио неготовинских обртних средстава који се не финансира из спонтаних извора, односно који се финансира из обавеза, краткорочних или/и дугорочних, на које се плаћа камата. Приликом процјене генерисања токова готовине неког пројекта, нето неготовинска обртна средства се одузимају од садашње вриједности пројекта. У том смислу нето неготовинска обртна средства и садашња вриједност су зависна једна од друге.

Ако говоримо о оптималном нивоу нето неготовинских обртних средстава, може се рећи да оптимум вјероватно постоји, али да много чинилаца утиче на његово одређивање. Могуће је утврдити гране које користе највиши, односно најнижи износ нето неготовинских обртних средстава. Највиши износ је у предузећима која се баве производњом обуће, текстила, канцеларијског намјештаја, ауто индустрије. Најнижи износ је у предузећима за оглашавање, кабловске телевизије, ресторанима и хотелима.

Значајно је поредити износ нето обртних средстава и нето неготовинских обртних средстава. За предузеће је позитивно уколико су ове двије вриједности приближне. У том случају готовина, увећана за утрживе хартије од вриједности, једнака је износу краткорочних кредита. Уколико су нето неготовинска обртна средства знатно изнад нето обртних средстава, тада се потраживања од купаца и залихе финансирају из извора на које се плаћа камата. Већи износ нето неготовинских обртних средстава значи умањење нето добитка по основу већих финансијских расхода.

За остварење циљног нивоа продаје, односно прихода од продаје, предузеће треба да утврди оптимални износ нето неготовинских обртних средстава. Достигнути оптимум требао би да се током времена одржава на константним нивоу утврђеном као проценат од прихода од продаје. Нето неготовинска обртна средства, стављена у

однос са приходима од продаје, показују учешће оног дијела обртних средстава који се не финансира из спонтаних извора финансирања у остварним приходима од продаје. Повећање овог рачуна указује на чињеницу да предузеће мање ефикасно користи обртна средства, односно да са истом висином обртних средстава остварује мање приходе; или да повећање прихода прати повећање ових средстава. Прикажимо то на слиjedeћем примјеру хипотетичког предузећа „X”.

Табела 1. Учешће нето неготовинских обртних средстава у приходима од продаје

	2010.	2009.
1. Готовина	2.245	708
2. Потраживања од купаца	5.069	4.621
3. Залихе	5.384	4.531
4. Остала обртна средства	1.224	1.000
5. Укупна обртна средства	13.922	10.860
6. Обавезе према добављачима	5.779	4.956
7. Укалкулисане обавезе	1.937	1.670
8. Дио дугорочних кредита који доспијева за плаћање у текућем периоду	504	863
9. Укупне текуће обавезе	8.220	7.489
10. Нето обртна средства (5-9)	5.702	3.371
11. Неготовинска обртна средства (1+2+3)	11.677	10.152
12. Некредитне текуће обавезе (6+7)	7.716	6.626
13. Нето неготовинска обртна средства (11-12)	3.961	3.526
14. Приходи од продаје	45.682	40.928
15. Учешће нето неготовинских обртних средстава у приходима од продаје (13/14)*100	8,67%	8,62%
16. Промјена нето неготовинских обртних средстава/промјена у приходима од продаје	9,15%	

Уколико претпоставимо да је оптимални износ нето неготовинских обртних средстава за постигнути ниво прихода од продаје у 2009. години постигнут, можемо примјетити да је у 2010. години ово учешће повећано са 8,62% на 8,67%. У 2010. години, предузеће је незнатно смањило ефикасност кориштења нето неготовинских обртних средстава на начин да се већи проценат (мјерен као проценат од прихода од продаје) финансира из обавеза на које се плаћа камата, што у крајњем доводи до умањења прихода од продаје у већем проценту него што је то било у 2009. години. Примјењујући просјечну годишњу каматну стопу коју предузеће плаћа на кредите на нето не-

готовинска обртна средства, можемо добити информацију о трошковима њиховог финансирања.

Надаље, промјена у нето неготовинским обртним средствима у односу на промјену у приходима од продаје говори о томе колико је предузеће повећало нето неготовинских обртних средстава да би се остварило више 100 јединица прихода од продаје. У 2010. години, предузеће је морало повећати нето неготовинских обртних средстава за 9.15 јединица да би остварило 100 јединица прихода од продаје што је лошије него прошле године, када је за исти износ прихода повећавало нето неготовинска обртна средства за 8.62, што је једнако постављеном оптимуму.

2. Управљање нето обртним средствима

Основни циљ управљања нето обртним средствима је управљање обртним средствима и краткорочним обавезама на начин да се обезбиједи одржавање оптималног нивоа нето обртних средстава. У постизању овог циља потребно је ефикасно управљати сваком компонентом обртних средстава и текућих обавеза. Не постоје специфична правила за одређивање оптималне висине нето обртних средстава, јер она зависи од пословне активности предузећа и низа екстерних и интерних фактора. Опште је правило да предузеће не би требало да имају ни премало ни превише нето обртних средстава јер су обје ситуације штетне и непрофитабилне за предузеће. Ипак, недостатак нето обртних средстава је много штетнија ситуација за успјешно пословање.

Прекомјеран износ нето обртних средстава значи улагање у средства који не остварују профит, те онемогућавају остварења захтијеване стопе приноса на инвестиције. У овој ситуацији долази до непотребних набавки и акумулирања залиха што може довести до појаве некурентних, демодираних или застарјелих залиха, те њиховог отуђења. Истовремено, прекомјерне набавке доводе до повећања обавеза према добављачима. Када постоји превелик износ нето обртних средстава, постојећи уговорени услови са банкама и другим финансијским институцијама о кредитним линијама или релволвинг кредитима постају неодрживи. Крајњи исход константно високих нето обртних средстава могу бити и спекулативне трансакције у циљу презентовање бољег стања предузећа него што оно реално јесте. Бу-

дући да је стопа приноса на инвестиције ниска, може доћи и до пада цијена акција.

Опасности од прениског износа нето обртних средстава је ризик од неликвидности. У случајевима кашњења са плаћањем обавеза предузеће губи репутацију и добија лошије кредитне услове од добављача; обрачунавају му се затезне камате, што доводи повећања трошкова финансирања и смањења профитабилности. Стална средства се не користе ефикасно због немогућности кориштења ликвидних извора, па се смањује и поврат на инвестирано. Ствара се пословна неефикасност и предузеће тешко остварује оперативне планове и планирану висину профита.

За успјешно управљање нето обртним средствима, финансијски менаџер треба да:

- процијени потребну висину нето обртних средстава, узимајући у обзир профитабилност, ликвидност и ризик,
- утврди оптималну структуру и ниво обртних средстава,
- утврди оптималне изворе финансирања обртних средстава, и
- анализира и контролише ниво нето обртних средстава.

При управљању менаџери воде рачуна о четири основна принципа управљања нето обртним средствима⁴:

1. Принцип варијације ризика - Циљ управљања нето обртним средствима је успостављање погодног односа између ризика и приноса. Ризик се овдје односи на могућност предузећа да подмири своје обавезе у року њиховог доспијећа. Веће улагање у обртна средства доводи до повећања ликвидности и смањује ризик. Супротна ситуација повећава ризик и профитабилност и редукује ликвидност. Због тога постоји директна веза између ризика и профитабилности и индиректна између ликвидности и ризика.
2. Принцип трошкова капитала – Различити извори финансирања раста обртних средстава доводе до различитих трошкова капитала и степена ризика који је с тиме повезан. Уопштено, већи трошкови подразумевају мањи ризик, мањи ризик везан је са већим трошковима. Управљајући нето обртним средствима потребно је остварити баланс између ове двије величине.

⁴ Sadri, Sorab, Sharukh., „Understanding working capital management”, Rai Business School, Mumbai, March 2006. стр. 361

3. Принцип позиције извора средстава – Овај принцип је везан за планирање укупних улагања у обртна средства. Износ улагања у обртна средства и сваку његову компоненту треба да буде адекватно прилагођен изворима средстава предузећа. Свака марка која је уложена у обртна средствима требало би да доприноси нето вриједности предузећа. Ниво обртних средстава може бити мјерен помоћу два рачица: удио обртних у укупним средствима и удио обртних средстава у приходима од продаје.
4. Принцип доспијећа плаћања – Овај принцип се односи на планирање извора финансирања обртних средстава на начин да се у равнотеже одливе из пословних активности са приливима из ових активности.

Као што је у претходном дијелу објашњено, нето обртна средства утичу на профитабилност, ликвидност и свеопште здравље предузећа. Предузеће треба да утврди оптималан износ нето обртног капитала, водећи рачуна да не угрози ликвидност, која, у крајњој инстанци, може довести до несолвентности, али и да обезбиједи одговарајућу рентабилност.

Ниво нето обртних средстава може бити анализиран из угла готовинских токова, додате економске вриједности (economic value added - EVA), и Ду понтове анализе. Ако би потреба за нето обртним средствима била смањена, дошло би до ослобађања готовине на начин да се повећа салдо готовине. Слободна готовина упућује на износ добијен одузимањем захтијеваног повећања годишњег капитала од нето добитка⁵. Ако су нето обртна средства смањена, захтјеви за повећањем капитала се смањују, а то доводи до повећања слободне готовине. Виши ниво слободне готовине доводи до веће вриједности акција предузећа.

EVA је процијењени економски профит који је једнак разлици између постојећег профита и очекиваног приноса на ангажовани капитал како би се утврдило да ли је предузеће створило додатну вриједност. Смањено улагање у нето обртна средства значи да је укупни ангажовани капитал предузећа мањи а EVA већа. У Ду понтовој анали-

⁵ N. R. Parasuraman: „Working Capital Practices in leading pharmaceutical companies - a view of the credit policy and profitability”, The management accounting; official organ of the institute of cost and works accountants of India, Delhi Office, New Delhi, децембар 2004. стр 998-1006

зи принос на капитал је производ профитабилности, обрта имовине и фактора левериџа. Смањењем нето обртних средстава, па самим тиме и укупних средстава, рачуно обрта имовине расте и, у складу с тиме, и принос на укупни капитал.

За утврђивање оптималне висине нето обртних средстава, у литератури се могу наћи три различита приступа која могу бити успјешно примијењена у пракси.

1. Период везивања обртних средстава - процјена потребних нето обртних средстава се утврђује на бази просјечног времена везивања обртних средстава и с њима повезаних трошкова на бази ранијег искуства предузећа. Овај метод се заснива на концепту оперативног циклуса.
2. Рачуно продаје - потребан ниво нето обртних средстава се утврђује на основу процијењене промјене обртних средстава у складу са промјеном продаје.
3. Улагање у стална средства – за нормално пословање предузећа улагања у нето обртна средства морају бити усклађена са улагањима у стална средства.

Најчешће кориштени начин утврђивања потребног нивоа нето обртних средстава је период везивања обртних средстава. Међутим, да би предузеће изабрало најприкладнији приступ, потребно је да анализира како слиједећи фактори утичу на његово пословање: варијације у пословању, прецизност предвиђања продаје, трошкови инвестирања и варијабилност продајних цијена. Оперативни циклус, кредитна политика и политика потраживања имају, такође, снажан утицај на утврђивање оптималне висине нето обртних средстава. Једном утврђен потребан ниво нето обртних средстава није стална величина, него је под утицајем промјене пословне активности која захтијева повећање или њено смањење и брзо реаговање менаџмента у сврху обезбјеђења потребног баланса.

Позитиван утицај нето обртних средстава на ликвидност и негативан на профитабилност не мора увијек да постоји у предузећима. Због тога је потребно анализирати како дугорочне и краткорочне одлуке утичу на нето обртна средства. Нето обртна средства, као резултат текућих одлука, под утицајем су:

- ширења предузећа ка потрошачима, што има за резултат раст потраживања од купаца и, у већини случајева, већи апсолутни износ отписа ненаплативих потраживања;

- кашњења испоруке добављача, што утиче на висину залиха и заједно са кашњењем у испорукама купцима доводи до дужег времена везивања обртних средстава;
- повећаних набавки што резултира повећањем обавеза према добављачима.

С друге стране, управљање нето обртним средствима је важан проблем стратешке контроле корпоративног раста. Ово управљање увезује доношење одлука на кратак и дуги рок, и може генерисати значајан стратешки утицај, нарочито у малим предузећима.

Уколико предузеће слиједи, на примјер, високу стопу раста, може доћи до раста нето обртних средстава (нарочито залиха и потраживања) изнад бруто профитне марже. Када је мјесечни раст нето обртних средстава већи од бруто оперативне марже, компанија остварује негативне готовинске токове, што доводи до повећаног задуживања и раста финансијских расхода⁶. Уколико се овај тренд настави у средњем року, може доћи до већих финансијских расхода везаних за камате, и мањег профита, иако су економски резултати у кратком року позитивни. Финални ефекат овог процеса је смањење бруто оперативне марже, што често доводи до пословног губитка. У овом случају повећање нето обртних средстава неће допринијети повећању ликвидности, већ супротно.

Често, нарочито у малим предузећима, предузетници су склони да подрже рапидно већу текућу продају и тржишни удио без оштре оцјене политике раста на готовинске токове. Овакво понашање може бити изазвано склоношћу малих предузетника значајном проблему маркетиншког или производног управљања, који прејудуцира финансијски проблем, и недостатка информација управљачког рачуноводства, које могу побољшати боље разумијевање утицаја текућих одлука везаних за цијене, раст и пружање услуга на ликвидност. Због тога, поред утврђивања потребног нивоа, предузећа треба стално да анализирају нето обртна средства на начин да се:

- идентификују приливи који доводе до раста нето обртних средстава;
- идентификују одливи који доводе до пада нето обртних средстава;

⁶ Carmine Bianchi: „An educational dynamic model for net working capital management in a trading wholesale firm”, www.systemdynamics.org/conferences/1995/proceed/.../biancz366.pdf

- идентификују нето обртних средстава на крају у односу на почетак године;
- пруже менаџменту потребне информације о ефикасности; и
- презентују кредиторима информација о могућем ризику.

2.1. Управљање обртном имовином

Управљање обртном имовином се састоји из три дијела: управљање готовином и готовинским еквивалентима, управљање залихама и управљање потраживањима. За разлику од управљања сталним средствима, управљање обртним средствима карактерише слиједеће:

- текућа средства имају обрт већи од један, односно претпоставка је да ће се у току једног обрачунског периода конвертовати у готовину;
- веће држање обртних средстава, нарочито готовине, јача ликвидност али смањује укупну рентабилност;
- само се обртна средства могу прилагођавати промјенама у продаји у кратком року. Ово управљање помаже афирмисању предузећа и грађењу добре тржишне репутације у вези са пословним и економским условима.

2.1.1. Управљање готовином – готовински циклус

Основа за изналагање оптималне висине нето обртног капитала је утврђивање периода који почиње моментом плаћања добављачима за набављену робу и завршава се у моменту наплате потраживања од купаца. Овај период је у литератури познат као готовински циклус. Ефикасно управљање захтијева смањивање готовинског циклуса на један прихватљив ниво, што се може постићи смањењем броја дана везивања залиха, смањивањем броја дана везивања потраживања и продужавањем рокова плаћања. Наравно да се овдје мисли на договорене рокове плаћања а не на прекорачење у роковима плаћања обавеза што може довести до обрачунавања затезних камата од стране добављача, губљењем добављача или њиховог захтјева за авансним плаћањем. Стално праћење готовинског циклуса обезбјеђује да пословање предузећа буде под контролом.

Први корак који свако предузеће треба да преузме у управљању готовином је план готовинских токова, у којем се налазе процијењени ниво прилива и одлива за наредни период. Објективан план по-

маже предузећу да на вријеме буде обавијештено о висини потребне готовине како би се обезбиједили извори њеног финансирања и уговорили потребни услови са банкама. Овакав приступ омогућава ефикасно управљање компонентама које су обухваћене готовинским циклусом. Уколико предузеће располаже са вишковима готовине, стоје му на располагању улагања у утрживе хартије од вриједности или готовинске еквиваленте, а све у циљу остварења приноса на ова средства који ће умањити трошак финансирања. Модели за утврђивање оптималног односа готовине и хартија од вриједности, као што су Баумолов и Милер-Оров, нису примјењиви за наша предузећа, јер почивају на претпоставци да су предузећа испунила услове за емисију и продају краткорочних хартија од вриједности.

Овдје треба указати на повезаност нето неготовинских обртних средстава и процјене готовине. Нето неготовинска обртна средства одражавају готовину која је везана (у залихе и потраживања), односно готовину која је позајмљена предузећу (обавезе према добављачима). Упорјеђујући њихову висину и коефицијенте обрта, односно број дана везивања, заједно за информацијама у извјештају о готовинским токовима, можемо да процијенимо потребан ниво готовине. Сам извјештај о готовинским токовима нам не може пружити потпуне информације, будући да су у њему садржани укупни приливи и одливи готовине предузећа у одређеном временском периоду разврстани у три дијела, али не може показати да ли је готовина у току периода била генерисана тачно на вријеме да би се платиле доспјеле обавезе.

2.1.2. Управљање залихама

Када залихе представљају значајан дио обртног капитала предузећа, највећа пажња треба да буде усмјерена на њихову оптимизацију. Већина предузећа је добро обавијештена о чињеници да ако је ниво залиха пренизак, ток производње може бити под утицајем неочекиваног недостатка залиха. С друге стране, превисоко улагање у залихе представља улагање без приноса. Управљање залихама подразумева утврђивање учесталост набавки, могућности складиштења, ризик недостатка залиха и могућност утицаја на добављаче да допремају мале количине у утврђено вријеме. Многи савремени системи контроле залиха теже систему залиха *just in time* који се заснива на малом нивоу залиха, док су уговори са добављачима и захтјеви за на-

бавкама добро испланирани. Између модела за одређивање оптималне величине појединачне наруџбе, *economic order quantity* (EOQ) представља најчешће кориштен модел. Овај модел обезбјеђује највећи добитак у предузећу, минимизирајући трошкове држања залиха. Међутим, који је оптимални ниво залиха ако предузеће умјесто максимизирања добитка за основни финансијски циљ утврди максимизирање вриједности предузећа? Између осталих, фактори који значајно утичу на вриједност предузећа су нето обртна средства и елементи који га одређују. Управљање залихама, такође, треба да допринесе остваривању овог основног циља. Највећи дио претпоставки класичног финансијског модела у вези са оптималним текућим средствима је заснован на максимизирању нето профита. Из овог разлога, предузећа која желе да максимизирају своју вриједност, треба да реконструишу овај модел. Основни циљ управљања залихама је држање залиха на минималном прихватљивом нивоу због постојања трошкова. Када процјењујемо одлуке везане за управљање залихама са становишта максимизирања нето добитка наспрам максимизирања вриједности предузећа, узимамо у обзир однос између ограниченог ризика високих залиха и ограничених трошкова залиха.

Ако су предности у држању залиха на нивоу дефинисаном од стране предузећа већи од негативног утицаја трошкова њиховог држања, тада вриједност предузећа расте. Вриједност предузећа се може изразити слиједећом формулом:

$$\Delta V_p = \sum_{i=1}^n \frac{\Delta FCF F_i}{(1+k)^i}$$

гдје су ΔV_p - раст вриједности предузећа, $\Delta FCF F_t$ - будући раст слободног готовинског тока у периоду t , k - дисконтна стопа која је једнака просјечном трошку капитала.

Будући слободни готовински ток се утврђује на слиједећи начин:

$$FCFF_t = (CR_t - CE_t - NCE) \cdot (1 - T) + NCE - C_{apex} - \Delta NWC$$

гдје су: CR_t - готовински приливи од продаје; CE_t - издаци за фиксне и варијабилне трошкове у периоду t ; NCE - неготовински трошкови; T - ефективна пореска стопа на добит; ΔNCE - раст нето обртних средстава, C_{apex} - капитални трошкови из раста инвестиционих активности.

Одлука о одређивању оптималне висине залиха на бази максимизирања вриједности предузећа је резултат алтернативних трошкова

капитала везаног у залихама и општих трошкова управљања залихама. Обје врсте трошкова утичу на модификацију слободног готовинског тока и промјену вриједности предузећа. Нова политика оптималне висине залиха може да утиче и на живот вијек предузећа кроз оперативни ризик, који је резултат могућег прекида у пословном циклусу због недостатка залиха и на трошкове капитала потребног за финансирање залиха⁷.

Уколико предузеће има за циљ максимизирање добити, примјенљиваће *EOQ* модел:

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \times P \times K_z}{C \times v}} = \sqrt{\frac{2 \times P \times K_z}{K_u}}$$

гдје су: P – годишњи утросак количински изражен; K_z – трошкови лансирања једне поруџбине; C – набавна цијена по јединици; и v – стопа трошкова држања залиха.

Међутим, узимајући у обзир вриједност предузећа као основни циљ, претходни модел се модификује у модел *VBEOQ* (value based economic order quantity)⁸.

$$VBEOQ = \sqrt{\frac{2 \times (1 - T) \times P \times K_z}{v \times (k + C \times (1 - T))}}$$

гдје су: T – ефективна пореска стопа на добит а k – дисконтна стопа која је једнака просјечном трошку капитала.

Коефицијент обрта и вријеме везивања залиха су показатељи успјешног/неуспјешног управљања. Иако смо раније нагласили да повећање обртних средстава и нето обртних средстава доводи до повећања ликвидности, то није увијек случај. Низак коефицијент обрта залиха може указивати и на постојање застарјелих, демодираних, некурентних и оштећених залиха које би требало да се отпишу на терет расхода, или да им се вриједност смањи на нето продајну цијену. У периоду отписивања дошло би до смањивања висине нето обртних средстава на реалан ниво.

⁷ Grzegorz Michalski: „Value based management approach in inventory management”, *Bi-brid* 0025-8555, 61(2009), Vol. LXI, br. 1-2, str. 36-47, 2009.

⁸ Ибид, стр.36-47

У условима пада конјунктуре, односно у условима кризе, за предузећа је боље да производи за познате купце, прати уобичајене рокове испоруке и трпи штете од недостатка залиха него да улажу у ионако недостајућу готовину у залихе. Ипак, предузеће ће имати веће залихе уколико му је потребно више времена да би испунило наруџбу; уколико је производна линија диверзификована и уколико конкуренција може да понуди супституте. Највиши ниво залиха срећемо у предузећима која се баве фармацијом и грађевинарством, а најнижи у предузећима из области информационих технологија, пружања медицинске помоћи, телекомуникација, те хотели и ресторани.

2.1.3. Управљање потраживањима од купаца

Управљање потраживањима од купаца подразумева утврђивање минималног салда потраживања у току године и број дана њиховог везивања. Потраживања представљају просјечну продају на кредит по дану, мултипликовану са просјечним периодом наплате. Ниједна компанија не жели да има висок износ потраживања због инherentног ризика од дубиозних потраживања. Управљање обртним средствима, односно утврђивање оптималног износа нето обртних средстава захтијева од предузећа и стално преиспитивање кредитних услова који се дају купцима. Промјена нето обртних средстава, проишлаго из повећања потраживања, може да буде резултат промијењених кредитних услова.

Утицај било какве промјене кредитне политике на нето обртна средства је драматичан. Због тога предузећа воде рачуна о броју дана везивања потраживања како би пратила да ли је оптималан ниво постигнут.

Преоптимистични циљеви, везани за циљни обим продаје и тржишно учешће, могу навести предузеће да прихвати политику смањења продајних цијена, или одобравања блажих кредитних услова купцима. Одобравајући блаже кредитне услове кроз продужавање кредитног или дисконтног периода предузеће ће вјероватно повећати своју продају што представља позитиван ефекат. Међутим, с друге стране, предузеће ће добити купце лошијег кредитног бонитета, па се може очекивати да ће доћи и до већег отписа потраживања. Уз непромијењене кредитне услове које нам одобравају добављачи, предузеће се сусреће са проблемом финансирања повећаног износа нето обртних средстава. Једина опција предузећу је финансирање из крат-

корочних или дугорочних кредита. У том случају, бруто профитна маржа расте, али се повећавају расхода по основу отписа потраживања и расхода камата. На предузећу је да оцијени да ли је пораст бруто профитне марже већи од раста наведених расхода. Приликом одношења одлуке о промјени кредитних услова, предузеће узима у обзир и друге индиректне факторе као што су: лојалност потрошача, кредитни рејтинг и сл.

Други начин контроле потраживање је у континуираном праћењу распореда (рокова) наплате и концентрисање на она потраживања чији је рок наплате прошао. Висок број дана везивања потраживања може указати на то да можда компанија губи битку са конкуренцијом, или није у могућности да докаже квалитет својим потрошачима. Разлог ниског коефицијената обрта потраживања може бити и постојање одређеног износа потраживања која су ненаплатива.

2.2. Управљање изворима финансирања обртне имовине

Ефикасно управљање нето обртним средствима захтијева стално надгледање текућих средстава и начина њиховог финансирања. Начин финансирања обртних средстава првенствено зависи од структуре обртних средстава, односно од учешћа потраживања и залиха у укупним обртним средствима. Залихе у предузећу можемо подијелити на сталне (гвоздене) и повремене (сезонске). Иако се сврставају у обртна средства, сталне залихе су најнеликвиднији дио имовине предузећа, јер је новац, уложен у овај дио залиха, стално заробљен. Када посматрамо потраживања, може се са сигурношћу рећи да највећи број предузећа увијек, у свом билансу, има одређени износ потраживања од купаца, те је и тај дио имовине предузећа неликвидан. Сагласно претходном, за доношење одлуке о финансирању обртних средстава предузеће треба да утврди висину сталних и повремених залиха, те минимални износ потраживања у току године.

Предузећа могу да усвоје различите политике финансирања обртних средстава. Три начина финансирања стоје им на располагању:

- дугорочно финансирање путем власничких и дугорочних дужничких хартија од вриједности, те путем дугорочних кредита;
- краткорочно финансирање путем издавања краткорочних хартија од вриједности и краткорочних кредита; и
- спонтано финансирање као што су обавезе према добављачима, обрачунате зараде, обрачунате обавезе за порезе и сл.

Избор финансирања обртних средстава је, уствари, избор између краткорочних и дугорочних извора. У том свјетлу предузећа могу да бирају између три приступа који се разликују по давању примата једним, односно другим изворима⁹:

1. Метод финансирања према рочности везивања. Према овој методи стална обртна средства треба да буду финансирана из дугорочних извора, док се само повремене потребе за обртним средствима финансирају из краткорочних извора. Стална обртна средства подразумевају сталне потребе за залихама, потраживањима и готовином, чија је висина условљена нормалним обимом активности. Према овом методу, само минимална обртна средства су финансирана из дугорочних извора, што доводи до минималних трошкова финансирања. Овај метод тежи максимизирању рентабилности, што доводи до значајног ризика од неликвидности. Ризик се односи и на питање: да ли ће предузеће моћи да прибави сезонске залихе и да их покрије из краткорочних обавеза због ограничене могућности краткорочног задуживања?
2. Конзервативни метод финансирања, уважавајући тешкоће које могу настати примјеном претходног метода, претпоставља да укупне потребе за обртним средствима буду финансиране из дугорочних извора. Учешће нето обртних средстава у укупним обртним средствима треба да буде такво да се само ургентне потребе могу бити финансиране из краткорочних извора. Овај метод примат даје принципу ликвидности док је рентабилност смањена због увећаних трошкова финансирања.
3. Компромисни метод финансирања је помирење претходна два метода, према којем се перманентно присутна средства израчуната као просјек вриједности средстава у току године финансирају из дугорочних извора, док се остатак средстава финансира из краткорочних.

Када потребе за обртним средствима расту, финансијски менаџер треба да нађе оптималне изворе финансирања. Велики број предузећа има уговоре са својим банкама за револвинг кредите, или овердрафт средства, што представља плански приступ у управљању изво-

⁹ Красуља; Иванишевић: „Пословне финансије”, Центар за издавачку дјелатност Економског факултета у Београду; Београд, 2005. стр. 169.

рима финансирања. У супротном, трошкови додатног капитала могу да буду високи. За предузећа би било оптимално када би успјела да усагласе услове које добијају од добављача са условима које дају својим купцима.

3. Условљеност висине нето обртних средстава вредновањем позиција обртне имовине и краткорочних обавеза

Нето обртна средства, односно нето обртни капитал не означава ниједну конкретну позицију у билансу стања, него представља разлику између укупних обртних средстава и краткорочних обавеза. Висина нето обртних средстава између осталог условљена је и начином процјењивања појединих позиција обртних средстава и краткорочних обавеза. Уколико су обртна средства прецијењена а краткорочне обавезе потцијењене, висина нето обртних средстава ће бити већа од стварне висине и даваће лажну слику аналитичарима финансијских извјештаја о финансијском здрављу предузећа. Тако се може десити да предузећа реално имају исти ниво нето обртних средстава, али због усвојених правила процјењивања појединих позиција, приказују њихову различиту висину.

Ставке обртних средстава су увијек прецијењене када им је књиговодствена вриједност већа од њихове продајне цијене умањене за трошкове продаје; односно када им је књиговодствена вриједност већа од износа готовине у који ће се конвертовати.

Ако посматрамо хартије од вриједности, њихова накнадна вриједност зависи од сврхе њиховог држања. Хартије од вриједности, расположиве за продају, вреднују се по набавној вриједности док се хартије од вриједности намијењене продаји вреднују по тржишној вриједности на дан састављања биланса. До прецјењивања ових позиција долази када је њихова књиговодствена вриједност већа од тржишне цијене на дан састављања биланса а предузеће у складу са принципом импаритета није извршило признавање губитка од обезвређења.

Вредновању залиха предузећа треба да поклоне посебну пажњу. Према Међународном рачуноводственом стандарду 2 – Залихе, залихе готових производа се вреднују по цијени коштања, која укључује трошкове материјала, директног рада, те опште фиксне и опште варијабилне трошкове, али само њихов стандардни дио. Неријетко се дешава да предузећа због високих негативних одступања трошкова од стандардно утврђених, те због недовољног искориштења капацита-

тета, залихе готовинх производа и недовршене производње вреднују по стварној цијени коштања која значајно одступа од стандардне. У том случају, уколико је производња већа од продаје у једном обрачунском периоду, долази до преваљивања једног дијела трошкова на будуће периоде, те прецјењивања залиха. У том периоду предузеће исказује висока нето обртна средства. До откривања нереално високог износа нето обртних средстава долази у периоду када је продаја већа од производње и када се залихе готовинх производа конвертују у потраживања од купаца, или готовину у износу мањем од износа залиха, а предузеће оствари губитак од продаје.

Према Стандардима¹⁰, предузеће накнадно вредновање залиха може да користи ФИФО, или метод просјечне цијене. У условима и најмање инфлације вриједност залиха кориштењем методе просјечне цијене је нижа него кориштењем ФИФО методе. Нето обртна средства су потцијењена за износ разлике између вредновања залиха по ФИФО и методи просјечне цијене.

Потраживања од купаца и остала потраживања су прецијењена када износ готовине по основу наплате ових потраживања превазилази њихову књиговодствену вриједност. У условима кризе, предузећа се суочавају са значајним износом сумњивих и спорних потраживања. Наплата потраживања од предузећа у стечају и ликвидацији је веома спора и по износу увијек мања од иницијалног износа потраживања. Надаље, предузећа често купцима зарачунавају затезне камате које не успију наплатити због вансудског поравнања са таквим купцима како би се обезбиједила наплата било каквог износа због финансијских потешкоћа у којима се нашао купац. Посебан проблем наплате потраживања и њиховог отписа због застаријевања се дешава код комуналних предузећа чији су купци физичка лица а застара годину дана. Показатељ који може да укаже на постојање значајног износа дубиозних потраживања је квалитет прихода од продаје. Овај показатељ ставља у однос приходе од продаје и приливе од продаје, указујући на степен наплате обрачунатих прихода. Вриједност рачуна значајно испод један, указује на чињеницу да предузеће није у могућности да наплати своја потраживања, или можда врши признавање фиктивних прихода. Узимајући у обзир претходно, за исказивање

¹⁰ Међународни стандарди финансијског извјештавања, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд 2007.

тачне висине потраживања од купаца предузећа морају вршити усаглашавање потраживања са купцима најмање једном годишње, те вршити директан отпис застарјелих потраживања. Сумњива и спорна потраживања се отписују у висини процијењеног износ њиховог неуновчења. Управо нереална процјена висине отписа од стране менаџмента предузећа може значајно да утиче на исказивање мањег, односно већег износа потраживања.

На страни пасиве, краткорочне обавезе предузећа могу да буду потцијењене када је износ готовине потребне за измирење ових обавеза већи од њихове књиговодствене вриједности. Уколико се ради о краткорочним кредитима, до потцјењивања обавезе за камате може доћи уколико се промјене каматне стопе на ове кредите у складу са одредбама уговора а предузеће не изврши обрачун по овим каматним стопама. У случају обавеза у иностраној валути до потцјењивања долази јачањем стране валуте, а предузеће не изврши обрачун по новом курсу. Код обавеза према добављачима, до потцјењивања најчешће долази због необрачунавања затезних камата који су утврђене у уговорима због кашњења у плаћању. Надаље, предузеће може да изостави укалкулисавање обавеза према запосленим и држави. Ставка која се из биланса стања не може прочитати а која може значајно да утиче на стварни износ нето обртних средстава су потенцијалне обавезе. Према Стандардима, предузеће треба да у напоменама уз финансијске извјештаје објави потенцијалне обавезе и најбољу процјену њиховог износа. Ове обавезе се најчешће односе на судске спорове који се воде против предузећа. Проблем је сложенији ако се зна да се напомене уз финансијске извјештаје не објављују на берзи за предузећа која се котирају, а у највећем броју случајева предузећа не подносе овај извјештај иако је он Стандардима прописан. Уколико и дође до објављивање листе спорова који се води против предузећа, обавезно изостаје процјена њиховог износа и вјероватноћа негативног исхода спора по предузеће.

Тачност анализе финансијских извјештаја, и у склопу тога одређивање висине нето обртних средстава, првенствено зависи од тачности рачуноводствених података и презентовани финансијских извјештаја. Управо ревизија финансијских извјештаја обезбјеђује њихов кредитбилитет.

4. Нето обртна средства и профитабилност предузећа која се котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе

У овом дијелу рада биће приказани резултати истраживања који се односе на нето обртна средства и профитабилност предузећа која се котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе. Истраживањем је обухваћено 40 акционарских друштва из нефинансијског сектора. Искључена су акционарска друштва из финансијског сектора будући да она послују под строгим правилима Агенције за банкарство, те би њихово укључивање у истраживање искривило добијене резултате. Потребно је нагласити да у Републици Српској послује 611 емитената, али да се на службеном тржишту котира само њих 40 (из нефинансијског сектора). Иако постоји велики број емитената, са акцијама појединих предузећа није се трговала неколико година. Док је њих 60 суспендовано због недостављања финансијских извјештаја. Предузећа чијим се акцијама континуирано тргује су предмет интересовања из разлога што су њихови извјештаји јавно доступни; према Закону о привредним друштвима обавезна је ревизија њихових финансијских извјештаја; ова предузећа могу поред задуживања, емитовати акције у случају потребе за дугорочним изворима јер постоји тражња за њиховим акцијама; обављају различите дјелатности што омогућава доношење одређених закључака по привредним гранама. Обухваћена предузећа су из области производње метала, нафте и електричне енергије; саобраћаја; трговине и услуга; грађевинарства; и прехране.

Истраживањем је обухваћена 2007, 2008. и 2009. година гдје се 2009. година сматра годином када су предузећа у Републици Српској била погођена кризом. Циљ истраживања је утврдити да ли је профитабилност, мјерена стопом поврата на сопствени капитал (ROE), у наведеном периоду била под утицајем промјена у нето обртним средствима. Односно, да ли су висина нето обртних средстава и профитабилност обрнуто пропорционалне величине. У циљу тестирања хипотезе кориштен је Пирсонов коефицијент корелације, гдје су независне промјенљиве нето обртна средства и принос на сопствен капитал (ROE).

4.1. Предузећа са негативном стопом приноса на сопствени капитал у посматраном периоду

Прије него што буду приказани резултати статистичког истраживања, потребно је да наведена предузећа подијелимо у двије групе како бисмо објаснили однос између двије независне варијабле. У прву групу сврставамо предузећа која су у цијелом посматраном периоду била у губитку, док се у другој групи налазе остала предузећа. Прву групу предузећа карактеришу високи губици, који се протежу годинама, а негативна стопа приноса на сопствени капитал износе 18-80%. Код ових предузећа губитак је посљедица постојања високих фиксних трошкова и малог обима продаје. У посматраном периоду, ова предузећа биљеже рапидан раст негативних нето обртних средстава која су посљедица првенствено високих обавеза према банкама по основу краткорочних кредита, али и високих обавеза према добављачима. На страни обртних средстава учешће потраживања од купаца је мало наспрам учешћа обавеза према добављачима, запосленим и држави што доводи до негативних нето обртних средстава. Да би измирила обавезе према добављачима, ова предузећа се краткорочно задужују, што повећава расходе и има за резултат већи губитак. Овај процес се наставља из године у годину. Криза која је погодила нашу привреду 2009. године, само је погоршала и до тада тешку ситуацију у овим предузећима.

Линеарном корелацијом показана је међусобна повезаност нето обртних средстава и ROE код ових предузећа. У наредним табелама, НОС је скраћеница за нето обртна средства, ROE за принос на сопствени капитал док број крај скраћеница показује годину за коју је извршено истраживање. Из Табеле 2. уочавамо да у 2007. години постоји слаба корелација између промјенљивих (коефицијент Пирсонове корелације износи 0.31). Интересантно је уочити да је повезаност директно сразмјерна, што указује да са падом профитабилности долази до пада и нето обртних средстава. Међутим у Табелама 3. и 4. повезаност ових промјенљивих расте на 0.622 у 2008. години (што се сматра умјереним степеном корелације), до 0.818 у 2009. години што представља висок степен корелације. Овај степен корелације (0.818) показује веома јаку повезаност између посматраних промјенљивих.

Табела 2. Корелација 07

		NOS7	ROE7
NOS7	Pearson Correlation	1	.311
	Sig. (2-tailed)		.549
	N	6	6
ROE7	Pearson Correlation	.311	1
	Sig. (2-tailed)	.549	
	N	6	6

Табела 3. Корелација 08

		NOS8	ROE8
NOS8	Pearson Correlation	1	.622
	Sig. (2-tailed)		.187
	N	6	6
ROE8	Pearson Correlation	.622	1
	Sig. (2-tailed)	.187	
	N	6	6

Табела 4. Корелација 09

		NOS9	ROE9
NOS9	Pearson Correlation	1	.818*
	Sig. (2-tailed)		.047
	N	6	6
ROE9	Pearson Correlation	.818*	1
	Sig. (2-tailed)	.047	
	N	6	6

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

На овај начин је потврђена теорија да неликвидност у дужем року засигурно доводи и до непрофитабилности предузећа.

4.2. Предузећа која се котирају на службеном тржишту бањалучке берзе (без предузећа са негативном стопом приноса у цијелом посматраном периоду)

Код осталих посматраних предузећа однос нето обртних средстава, ликвидности и профитабилности зависи од низа фактора као што су: привредна грана у којој послују, услови продаје производа купцима, положај на тржишту (монополисти), конкуренција и сл. Анализирајући финансијске извјештаје, могуће је уочити одређене закони-

тости код предузећа која своје производе и услуге продају за готово; електродистрибуција; и хидроелектрана и термоцентрала.

Предузећа која продају своје производе и услуге за готово, послују са негативним нето обртним средствима, јер је вријеме везивања текућих обавеза много дуже од времена везивања залиха и потраживања. На тај начин, ова предузећа бесплатно користе туђа средства. У ову групу предузећа се убрајају предузећа која пружају услуге превоза, комуналне услуге и трговине. У посматраним периодима, ова предузећа су била профитабилна, а однос нето обртних средстава и стопе приноса на сопствени капитал је обрнуто пропорционалан.

Другу групу предузећа коју можемо издвојити су електродистрибуције. У 2008. години, ова предузећа остварују раст ROE у односу на 2007. али, истовремено, биљеже пад ROE у 2009. године у односу на 2008. Пад ROE произилази из смањења прихода које прати повећање амортизације и повећање или стагнирање трошкова зарада. До смањења нето обртних средстава, у већини случајева, дошло је због повећања обавеза. Поређењем нето обртних средстава и нето готовинских обртних средстава, можемо уочити да су код свих предузећа у посматраним периодима нето неновчана обртна средства мања од нето обртних средстава. То указује да готовина и краткорочни пласмани значајно превазилазе краткорочне обавезе предузећа.

Хидроцентралне и термоелектране у посматраним годинама остварују раст нето обртних средстава. У оквиру обртних средстава ова предузећа располажу са готовином, која је често једнака износу укупних текућих обавеза, што указује на прекомјерну ликвидност. Истовремено, сви вишкови готовине пласирани су на кратак рок као остали краткорочни пласмани. Готовина, заједно са осталим краткорочним пласмани, превазилазе износ краткорочних и дугорочних обавеза. Из претходног слиједи да се нето обртна средства финансирају из сопственог капитала. Иако се нето обртна средства у посматраним годинама код ових предузећа повећавају, истовремено у 2008. години у односу на 2007. долази до раста ROE. У 2009. години, хидроелектране остварују раст, а термоелектране пад ROE. Пад ROE код термоелектрана посљедица је незнатног смањена прихода, али, истовремено, и раста трошкова зарада и трошкова амортизације. Код ових предузећа, будући да се нето обртна средства финансирају из сопственог капитала, раст нето обртних средстава не доводи до ра-

ста трошкова финансирања, па, самим тиме, не долази ни до пада профитабилности.

Остала предузећа која се у највећем броју баве производњом метала, прехраном и грађевинарством показују различите односе ове двије варијабле у посматраним годинама. Највећи број ових предузећа у 2007. а посебно у 2008. години, остварују позитивну вриједност ROE, док половина посматраних предузећа у 2009. години остварује нето губитак. Интересантно је уочити да је код свих предузећа која су у 2009. години остварила нето губитак, дошло до смањења нето обртних средстава, што се објашњава слиједећим: У условима кризе приходи од продаје код производних предузећа опадају што има за последицу и смањење потраживања од купаца али и готовине. Истовремено залихе се не могу брзо прилагодити паду активности који је изазван кризом, а посебно код предузећа са дугим производним циклусом. С друге стране, због извршених поруцби материјала, обавезе према добављачима такође се тешко смањују, док обавезе према радницима углавном остају исте. Све ово указује на проблем прилагођавања нето обртних средстава паду активности предузећа.

Резултати Пирсонове корелације приказани су у Табелама 5, 6, и 7.

Табела 5. Корелација 07

		NOC7	ROE7
NOC7	Pearson Correlation	1	.255
	Sig. (2-tailed)		.218
	N	25	25
ROE7	Pearson Correlation	.255	1
	Sig. (2-tailed)	.218	
	N	25	25

Табела 6. Корелација 08

		NOC8	ROE8
NOC8	Pearson Correlation	1	.292
	Sig. (2-tailed)		.157
	N	25	25
ROE8	Pearson Correlation	.292	1
	Sig. (2-tailed)	.157	
	N	25	25

Табела 7. Корелација о9

		NOC9	ROE9
NOC9	Pearson Correlation	1	.294
	Sig. (2-tailed)		.154
	N	25	25
ROE9	Pearson Correlation	.294	1
	Sig. (2-tailed)	.154	
	N	25	25

У све три посматране године, степен корелације између нето обртних средстава и стопе приноса на сопствени капитал се креће у интервалу од 0.255 до 0.294, што се сматра веома ниским степеном корелације. Поред тога, степен корелације промјенљивих је позитиван, што указује да са растом једне промјенљиве долази до раста и друге.

На основу претходног можемо закључити да код посматраних предузећа у периоду од 2007. до 2009. године нето обртна средства нису значајно утицала на профитабилност. Много је разлога који су довели до оваквих резултата. Првенствено је то различита структура обртне имовине, краткорочних обавеза, те начин финансирања нето обртних средстава. Када говоримо о структури обртне имовине, предузећа често вишкове готовине пласирају другим предузећима у облику краткорочних кредита, или орочавају у бакама. Финансијски приходи које по том основу ова предузећа остварују, односно каматна стопа на орочена средства често надмашује стопу приноса на укупан капитал. Због тога, уколико нето обртна средства расту јер се у структури обртних средстава повећавају краткорочни пласмани, неће доћи до пада профитабилности у предузећу. Структура краткорочних извора, такође, утиче на профитабилност. Уколико спонтане изворе финансирања замијенимо краткорочним кредитима, нето обртна средства остају иста, али долази до пада нето добитка. И наравно, начин финансирања нето обртних средстава, дугорочни кредити или сопствени капитал, такође утичу на профитабилност.

Закључак

За остваривање планиране пословне активности предузеће треба да располаже одређеном висином и структуром обртних средстава, те да обезбиједи изворе њиховог финансирања. Улагања у обртна средства су неизбјежна да би се обезбиједила испорука добара и

услуга до потрошача. За предузеће би било најбоље када би ова средства финансирало из спонтаних извора, што би значило бесплатно кориштење туђих средстава. Међутим, због немогућности усаглашавања расположивости обртних средстава са роковима плаћања краткорочних обавеза, предузећа треба да располажу са одређеним износом нето обртних средстава у циљу обезбјеђења ликвидности. С друге стране, преобимна нето обртна средства смањују профитабилност предузећа.

Управљање нето обртним средствима би требало да обезбиједи жељени утицај и на профитабилности и на ликвидност. Ефикасно управљање првенствено подразумијева одређивање оптималног износа и структуре обртних средстава и краткорочних извора, односно нето обртних средстава за одређени ниво производње и продаје. Водећи рачуна и о ликвидности и профитабилности, предузеће треба да одреди оптимални ниво готовине, потраживања и залиха, а затим да ова обртна средства финансира из најјефтинијих извора. Постизање равнотеже између профитабилности и ликвидности подразумијева доношење одлука који се односе на дужи рок.

У кратком року може доћи до раста профитабилности због повећања продаје, изазване смањењем цијена или пружањем блажих кредитних услова купцима, али, у дугом року, профит се може смањити ако трошкови везани за нето обртна средства превазилазе користи од држања више залиха и /или потраживања. Предузеће може бити профитабилно, али ако не генерише готовину из пословања у истом пословном циклусу предузеће мора да позајмљује да би подржало континуиране потребе за обртним средствима. Све наведено указује да при одређивању оптималног нивоа нето обртних средстава морају бити узети у обзир бројни интерни и екстерни фактори.

Истраживање проведено на предузећима која се котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе, показало је низак степен слагања нето обртних средстава и профитабилности. То никако не значи да нето обртна средства немају утицај на профитабилност, него само чињеницу да свако појединачно предузеће има различиту структуру обртних средстава, краткорочних обавеза, и извора финансирања нето обртних средстава, који различито утичу на профитабилност. Структура обртних средстава и краткорочних обавеза зависи од низа фактора као што су пословна ефикасност, политика залиха, политика задуживања, кориштена технологија и природа гране у којој предузеће послује. Надаље, висина нето обртних средстава је само један фактор који утиче на профитабилност. У условима кризе, анализа

утицај нето обртних средстава на профитабилност постаје још сложенија будући да су активирани додатни екстерни фактора који утичу на профитабилност.

Литература

1. Abdul Raheman and Mohamed Nasr: „Working Capital Management And Profitability – Case Of Pakistani Firms”, International Review of Business Research Papers Vol.3 No.1. March 2007.
2. Grzegorz Michalski: „Value based management approach in inventory management”, Biblid 0025-8555, 61(2009), Vol. LXI, br. 1-2, str. 36-47, 2009.
3. Kesseven Padachi: „Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms’ Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms”, International Review of Business Research Papers, Vo.2 No. 2. October 2006, Pp. 45 -58
4. Красуља; Иванишевић: „Пословне финансије”, Центар за издавачку дјелатност Економског факултета у Београду; Београд, 2005.
5. Микеревић Драган: „Финансијски менаџмент”, ФИНРАР и Економски факултет Бања Лука; Бања Лука 2010.
6. N. R. Parasuraman: „Working Capital Practices in leading pharmaceutical companies - a view of the credit policy and profitability”, The management accounting; official organ of the institute of cost and works accountants of India, Delhi Office, New Delhi, decembar 2004.
7. Стевановић, Милићевић, Малинић: „Управљачко рачуноводство”, Центар за издавачку дјелатност Економског факултета у Београду; Београд, 2010.
8. Sadri, Sorab, Sharukh: „Understanding working capital management”, Rai Business School, Mumbai, March 2006.
9. Carmine Bianchi: „An educational dynamic model for net working capital management in a trading wholesale firm”, www.systemdynamics.org/conferences/1995/proceed/.../bianc366.pdf
10. New York University, Leonard N. Stern school of business http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/noncashwc.htm
11. www.blberza.com

*Динка Антић**

ПОСТКРИЗНА ПОРЕСКА СТРАТЕГИЈА ЕВРОПСКЕ УНИЈЕ И ПОУКЕ ЗА БОСНУ И ХЕРЦЕГОВИНУ

POST-CRISIS TAX STRATEGY OF THE EUROPEAN UNION AND LESSONS FOR BOSNIA AND HERZEGOVINA

Резиме

Балансирајући између уставом Уније загарантоване пореске суверености чланица и потребе за пореском координацијом ЕУ је најавила стратегију за реформу пореског система Уније. Нова пореска стратегија ЕУ се базира на три главна сегмента: квалитету опорезивања у контексту економске координације, доприносу пореске политике одрживом расту и добром управљању у подручју пореза. Слиједећи напоре ЕУ фискалне власти БиХ би требале, паралелно са реформама у подручју јавних расхода, своје активности усмјерити и на повећање функционалности и ефикасности сложеног пореског система БиХ у оквиру постојећих уставних односа. Преузимање одговарајућих рјешења из нове пореске стратегије ЕУ требало би донијети значајне користи БиХ. Посматране као дио стратегије излаза из рецесије, пореске реформе, конципиране у духу стратегије ЕУ, требале би убрзати процес фискалне консолидације и економског опоравка, доприносећи интеграцији економског простора у БиХ и осигуравајући континуирано усклађивање домаће легислативе са правним оквиром и праксом ЕУ.

* Факултет правних наука, Универзитет Апеирон, Бањалука, dinka.antic@uino.gov.ba

■ **Кључне ријечи:** порески систем, пореска стратегија.

Summary

Balancing between tax sovereignty of the Member States guaranteed by the Constitution of the Union and the need for tax coordination, the EU have announced a strategy for reform of the EU tax system. The new EU tax strategy is based on three main pillars: the quality of taxation in the context of economic coordination, the contribution of tax policy to the sustainable growth and good governance in the tax area. Parallel with the reforms in the area of public expenditures, and following the efforts of the EU, fiscal authorities of BiH should focus their activities on increasing functionality and efficiency of the complex tax system in BiH within the current constitutional framework. Adoption of the adequate solutions from the new EU tax strategy should bring substantial benefits to BiH. Seen as a part of way out strategy from the recession, tax reforms, designed in the spirit of the EU strategy, should be aimed at speeding up the process of fiscal consolidation and economic recovery, contributing to the integration of the economic space in BiH and enabling permanent harmonisation of domestic legislation with the EU law and practice.

■ **Key words:** tax system, tax strategy.

1. Увод

У процесу посткризне фискалне консолидације, политика већине развијених земаља свијета фокусирана је на смањење јавне потрошње и реструктурирање јавних расхода у циљу финансирања структуралних реформи, стимулација инвестиција и економског раста. У циљу затварања фискалних дубиоза, одређени број земаља се опредјељује и за мјере на страни јавних прихода, углавном за повећање индиректних пореза, оцјењујући опорезивање потрошње најбољим и најбржим начином за превазилажење фискалног јаза у кратком року. Лоша фискална позиција чланица ЕУ, која је, између осталог, резултат и аутономног вођења фискалне политике и доношења неконзистентних мјера антикризних политика чланица, указује на нужност јачања фискалне и економске координације на нивоу ЕУ. Процес координације укључује и координирање пореских реформи у правцу убрзања економског раста и запослености, те по-

већања функционалности јединственог тржишта. За сваку земљу, па тако и за Босну и Херцеговину, ефикасан порески систем представља значајан фактор интеграције економског простора, пропулзивности тржишта, привлачења великих инвеститора и економског раста. Имајући то у виду, поучене примјером ЕУ, фискалне власти БиХ би требале, паралелно са реформама у подручју јавних расхода (реструктурирање и смањење јавне потрошње на свим нивоима влада), своје активности усмјерити и на повећање функционалности и ефикасности сложеног пореског система БиХ. Ово је нужно да би земља што прије консолидовала своје финансије и брже изашла из рецесије. Поред тога, избор европског пута налаже континуирано преузимање правног оквира и праксе ЕУ, те би правовремено усклађивање пореског система БиХ са новим фискалним стандардима ЕУ и захтјевима пореске стратегије ЕУ олакшало испуњење обавеза из *acquis-a* и убрзало процес интеграције у ЕУ.

2. Еволуција пореске интеграције ЕУ

Уговор о оснивању ЕУ садржи експлицитни правни основ за хармонизацију индиректних пореза, прописујући надлежност Вијећа ЕУ да у одређеној процедури усваја прописе којима ће се осигурати хармонизација законодавства из сфере ПДВ-а, акциза и других индиректних пореза¹. За разлику од индиректних пореза, хармонизација директних пореза у ЕУ је имплицитно прописана одредбама којима се Вијеће овлашћује да „*доноси директиве којима ће се извршити приближавање закона, уредби и подзаконских аката чланица, којима се директно утиче на успоставу и функционисање интерног тржишта*”². Овако правно позиционирање хармонизације пореза у ЕУ представља баланс између два опречна захтјева: да се не наруши фискални суверенитет чланица, а да се осигура функционисање Уније. Наиме, задржавање аутономних националних пореских система доводи до пореске конкуренције између чланица и фрагментације тржишта по националним границама, што директно угрожава основне постулате тржишта Уније – слободно кретање људи, добара, услуга и

¹ Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union, consolidated version, OJС 115, 9.5.2008, члан 113 (превод аутора).

² Ibid. члан 115.

капитала. Рјешење је нађено у избалансираном приступу, према којем је могуће интегрисати пореске системе на нивоу ЕУ у мјери која ће омогућити функционисање јединственог тржишта ЕУ у пуном капацитету.

У склопу овако зацртаних циљева интеграција пореских система чланица ЕУ може се остварити на неколико начина, преко легислативе, те судским и институционалним механизмима, од којих су неки савјетодавног, а други обавезујућег карактера. Интеграција преко законодавства, која се због претходно потребног консензуса и пристанка чланица назива позитивном интеграцијом пореских система³, може се остварити на неколико начина: доношењем регулативе на нивоу ЕУ, хармонизацијом националног законодавства са правним оквиром ЕУ и координацијом између чланица. Судска интеграција пореских система, која се због супремације закона ЕУ и прохибитивних и рестриктивних учинака у односу на национално законодавство чланица назива негативном интеграцијом пореских система⁴, спроводи се путем пресуда (*case law*) Европског суда правде (*European Court of Justice*). Посљедњих година у пракси се све више јавља институционална интеграција путем необавезујућих инструмената.⁵

Механизми позитивне интеграције примјењују се на индиректне порезе, док се интеграција система директног опорезивања врши углавном на основу пресуда Суда правде ЕУ. Елементе позитивне интеграције директних пореза путем директива ЕУ налазимо само у ограниченом сегменту опорезивања (матичних и зависних предузећа, фискалних мерџера, камата и тантијема, камата на штедњу), те у сфери заједничке сарадње на разрезу и надокнади пореских потраживања. Разлози за такав тренд налазе се у карактеру пореза. Индиректни порези, као порези на трансакције промета, директно погађају слободу трговине. Пристанак чланица на укидање фискалних гра-

³ Позната и под називом интеграција чврстим законима (енгл. *hard law*).

⁴ Више о модалитетима, историјату и еволуцији пореске интеграције у ЕУ: Terra V.J.M., Wattel P.J., „European Tax Law”, 5th Edition, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, Netherlands, 2008, pp.158-169.

⁵ Позната и под називом „меко законодавство” (енгл. *soft law*). Необавезујући инструменти укључују препоруке и извјештаје Европске комисије, која, позивајући се на овласти које су јој дате Уговором („чувар Уговора”), често покреће процедуре против чланица које националним пореским прописима угрожавају функционисање тржишта Уније.

ница између чланица и успоставу слободне трговине је захтијевало претходну хармонизацију правила опорезивања промета добара и услуга између чланица и одустајање од дијела националног фискалног суверенитета у тој сфери. С друге стране, чланице нису биле вољне да приступе хармонизацији директних пореза, сматрајући их битним елементом фискалног суверенитета који им омогућава вођење активне макроекономске политике.

Пореска конкуренција унутар ЕУ је питање око којег се тешко долази до компромиса, који је, у складу са одредбама Уговора о оснивању ЕУ, нужно постићи уколико се жели донијети пропис из области пореза. У условима високих пореских стопа пореска конкуренција може за посљедицу имати повећање ефикасности пореских система чланица и смањење пореског оптерећења. Заговорници пореске конкуренције у ЕУ сматрају да би било каква интервенција у порезима, у форми међувладине координације⁶ или обуздавањем и забраном пореске конкуренције на нивоу ЕУ, угрозила здраву конкуренцију између влада. С друге стране, пореска конкуренција може дјеловати економски контрапродуктивно. Противници пореске конкуренције у ЕУ сматрају да неконтролисана пореска конкуренција може да апсорбује буџете других чланица, доводећи до неприхватљивог смањења финансирања јавних услуга и фискалне деградације. Она фаворизује међународне мобилне компаније, које брзо пребацују сједишта у друге чланице, често само привидно или само због извјештавања, чинећи Унију сиромашном у цјелини. Ширењем пословања компанија на тржиште Уније показало се да циљеви националних пореских политика чланица долазе у колизију са циљевима Уније. Посматрано са нивоа Уније, пореска конкуренција између чланица доводи до неефикасне алокације капитала и других ресурса Уније, односно до нарушавања принципа неутралности опорезивања. Одлуке о инвестирању, успостави компаније и запошљавању доносе на бази повољнијег пореског третмана, а не на темељу преференција потрошача и ефикасности улагања. Неефикасна алокација капитала, пореска фрагментација и пореска конкуренција унутар ЕУ највише погађају компаније из ЕУ које, у поређењу са главним глобалним конкурентима САД и Јапаном, због виших трошкова и неефикасности постају неконкурентне на глобалном плану. С друге стране, постојање 27

⁶ Међувладине пореске координације сматра се међудржавним „картелом порезника”.

различитих пореских система не само да отежава и поскупљује пословање унутар ЕУ, него одвраћа компаније из трећих земаља да улазе на тржиште Уније, што на глобалном плану ЕУ чини мање атрактивним тржиштем за улагања и инвестиције.

Лисабонска стратегија ЕУ (2000-2010) у први план је истакнула циљ јачања конкурентности европских компанија. Да би се то остварило потребно је, између осталог, уклонити фискалне препреке које отежавају пословање компанија на јединственом тржишту ЕУ и креирати ефикасне механизме у борби против пореских превара, у циљу спречавања дерогирања пореске основице и смањења пореске евазије. Чланице су се сагласиле да је потребно приступити процесу конвергенције пореских стопа и основице. Пореска конкуренција, која се током посљедњих година симултано одвијала између чланица, имала је за посљедицу достизање одређеног степена конвергенције директних пореза. Међутим, постојала је опасност да конкуренција у порезима, која подразумијева одобравање посебних аранжмана и олакшица, селективност у примјени стопа или утврђивању пореске основице, доведе до штетних ефеката и за чланицу која форсира такве мјере⁷. Након пријема нових 12 чланица, притисци развијених чланица за координацијом пореских система постали су све јачи. Да би се спријечило да конкуренција постане неконтролисана и да доведе до ерозије прихода,⁸ било је потребно процес конвергенције пореских система у ЕУ координирати. Координација пореских система подразумијева усклађивање ефеката конвергенције појединих врста пореза и интеракцију и балансирање пореских политика у свим сегментима: између директних и индиректних пореза, између пореза и социјалних доприноса и унутар сваке групације пореза, те укључивање еколошких („зелених”) пореза. Пореска координација треба да се базира на три постулата:

- порески системи морају бити транспарентни и једноставни;

⁷ Овај ефекат пореске конкуренције се у пореској литератури назива „осиромашење сусједа” (енгл. *beggar thy neighbour*), или колоквијално „дренажа”. Умјесто да подстиче креирање економских шанси и активности конкуренција у порезима постаје контрапродуктивна, „исушује” приходе и економске активности у чланицама које су погођене мјерама, али и у чланицама које спроводе мјере. Ibid. p. 159.

⁸ У пореској литератури ова манифестација штетне пореске конкуренције је позната под називом „трка до краја” (енгл. *race to the bottom*).

- порески системи морају бити у функцији јединственог тржишта Уније;
- пореска основица треба бити што шира, а пореске стопе ниже.

Начелно су подржана два основна правца активности: усвајање циљних мјера којима ће се уклонити фискалне препреке за пословање на територију ЕУ и развој два нова концепта опорезивања „све на једном мјесту” (енгл. *one-stop-shop*):

- концепта заједничке пореске основице за корпоративне порезе („СССТВ”)⁹ за групе компанија које послују на тржишту ЕУ;
- концепта опорезивања малих предузећа и предузећа средње величине („НСТ”)¹⁰ у чланици гдје је сједиште матичног предузећа.

Прва фаза примјене концепта „СССТВ” подразумејева симултану конвергенцију основице пореза на добит у чланицама, која настаје као посљедица елиминације штетне пореске конкуренције. Друга фаза подразумејева позитивну интеграцију - дефинисање заједничке пореске основице и заједничког система утврђивања добити на нивоу ЕУ. Формула за алокацију добити између чланица укључује елементе попут промета, вриједности имовине и трошкова плата. Концепт подразумејева да чланицама остају овласти да прописују систем одбитака и властите пореске стопе, које примјењују на алоцирану основицу¹¹. За разлику од „СССТВ” концепт „НСТ” подразумејева признавање пореске надлежности чланице у којој компанија има сједиште од стране чланица гдје послују подружнице. Порез на добит се утврђује према прописима чланице гдје је сједиште, а консолидована пореска основица се дијели између чланица на бази претходно дефинисане формуле. Остале чланице примјењују властите прописе на алоцирани дио основице. Примјена оба концепта могла би да буде отежана: у почетку због комплексне структуре ЕУ и 27 пореских система чланица. Међутим, с друге стране, превладава став да ће користи од заједничке пореске основице за корпоративне порезе бити много веће у односу на трошкове имплементације концепта, имајући у виду обим штета које фрагментација опорезивања добити у ЕУ на-

⁹ *Common consolidated corporate tax base.*

¹⁰ *Home state taxation.*

¹¹ Сличан концепт федералног пореза на добит се примјењује САД за корпорације које послују широм САД.

носи компанијама, економијама чланицама и економији Уније у цјелини¹².

3. Фискална слика и трендови опорезивања у ЕУ

3.1. Фискална слика

Глобална финансијска и економска криза разоткрила је многе слабости економија развијеног свијета. У случају Европске уније, криза је угрзила основне постулате на којима почива ЕУ, озбиљно нарушавајући повјерење грађана у стабилност Уније, њене економије и валуте. Иако је глобална економска криза покренута из финансијског сектора ширина размјера негативних ефеката по свјетску економију је указала на чињеницу да су њеном настанку у значајној мјери допринијели трендови у фискалној сфери. Посматрајући кретање укупних консолидованих прихода и расхода ЕУ-27¹³ (Графикон 1) уочава се константан тренд бржег раста расхода у односу на раст јавних прихода, уз слабе, спорадичне напоре да се фискалне финансије консолидују и учине одрживим, почетком 2000. и пред избијање глобалне кризе. Велики фискални јаз између прихода и расхода последица је експлозије расходовне стране буџета чланица, након убригвања новца за спасавање финансијског сектора, али и генералног тренда смањења јавних прихода у чланицама због контракције потрошње и економских активности.

У посљедњих десетак година неравнотежа између прихода и расхода у чланицама ЕУ је била под одређеном контролом фискалних власти, тако да се фискални дефицит кретао до подношљивих 3% БДП-а. Међутим, појавом кризе и ширењем фискалног јаза дошло је до ескалације фискалног дефицита ЕУ (Графикон 2). У 2009. години, владин дефицит у еврозони је повећан са 2% БДП-а, крајем 2008. на 6,3% БДП-а, а крајем 2009. у цијелој ЕУ-27 са 2,3%, на 6,8% БДП-а. Све чланице су крајем 2009. биле у дефициту, неколико чланица са дефицитом изнад 10% БДП-а, а само њих 6 је имало дефицит мањи од

¹² Једна од важних техничких претпоставки за примјену концепта „СССТВ” већ постоји од 2005. године, када је прописана израда консолидованих финансијских извјештаја за сложене компаније које котирају на берзама у ЕУ у складу са Међународним стандардима финансијског извјештавања.

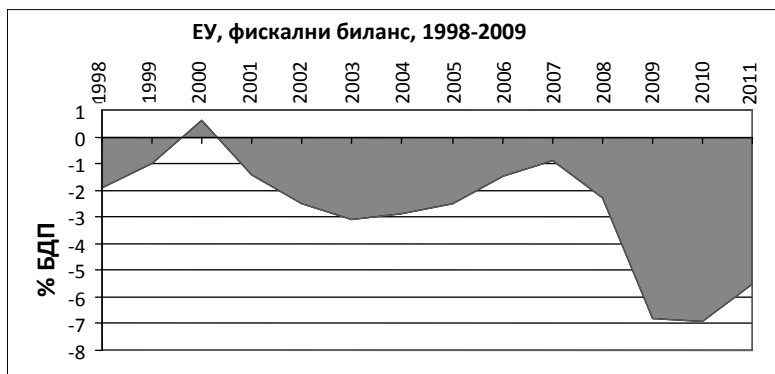
¹³ Извори података за ЕУ, за период 1998-2009, у свим графиконима у овом раду су: Европска комисија и Евростат, осим ако није другачије наглашено.

допуштених 3%¹⁴. Затварање великог фискалног јаза је у чланицама које нису имале унутрашње резерве захтијевало додатна задуживања влада (Графикон 3). Ниво задужености еврозоне, изражен % БДП-а, повећан је са 69,8%, крајем 2008. године, на 79,2% БДП-а крајем 2009. године, док је задуженост ЕУ-27 порасла са 61,8%, на 74% у истом периоду. Према прогнозама ММФ-а¹⁵ очекује се да ће Унија 2010. окончати са дефицитом од 6,9%, док се у 2011. години прогнозира благо смањење дефицита на 5,5%, као резултата планираних мјера фискалне консолидације ЕУ, јачања фискалних институција и супранационалне супервизије у оквиру Пакта стабилности и раста (SGP - *Stability and Growth Pact*).

Графикон 1



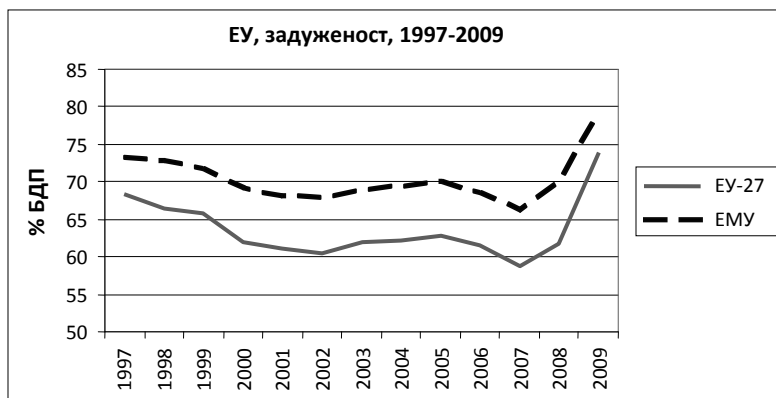
Графикон 2



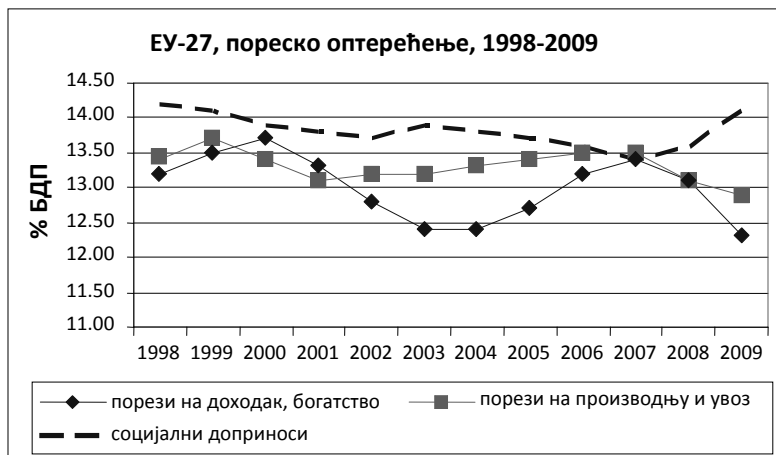
¹⁴ Извор података: EUROSTAT, Euroindicators, News Release, 170/2010 - 15 November 2010.

¹⁵ Извор: IMF World Economic and Financial Surveys, Europe: Building Confidence, Regional Economic Outlook, Washington, November 2010, p. 7.

Графикон 3



Графикон 4



3.2. Трендови у опорезивању

У поређењу са глобалним конкурентима, САД и Јапаном, Европска унија је подручје са високим пореским оптерећењем¹⁶. У структури пореског оптерећења старих чланица ЕУ (ЕУ-15) три главне групе пореских прихода (директни и индиректни порези, социјални допри-

¹⁶ Пореско оптерећење у САД у 2008. години износило је 26,9%, а у Јапану 28,3% БДП. Извор: European Commission, Taxation trends in the European Union, 2010 Edition, EUROSTAT, 2010, p. 56.

носи) дуги низ година имале су приближно подједнако и стабилно учешће. Одређене измјене у пореској структури ЕУ наступиле су у вријеме прикључења нових 12 чланица ЕУ. Усљед нижег степена економског развоја, ниских доходака, историјског наслеђа и слабих ефеката процеса транзиције и приватизације порески системи нових чланица, поготово оних које долазе из социјалистичког система, карактерише ослањање на порезе на потрошњу, док су приходи од директних пореза минорни. Поред ниске пореске основице директних пореза малом удјелу директних пореза у укупним пореским приходима допринијеле су и ниске пореске стопе пореза на доходак и добит. Наслијеђене пореске структуре нових чланица доминантним удјелом индиректних пореза у пореским приходима одразиле су се и на укупну пореску структуру ЕУ-27 у вријеме уласка у ЕУ. Удио „пореза на доходак и богатство” (порез на доходак појединаца и порез на добит корпорација) у пондерисаним приходима ЕУ је смањен, док је удио „пореза на производњу и увоз” (ПДВ, акцизе и приходи од царина), повећан (Графикон 4)¹⁷.

Улазак нових 12 чланица у ЕУ, чије су стопе пореза на добит много ниже него стопе у тадашњој ЕУ, представљао је велику пријетњу за старе чланице због могуће миграције компанија и капитала. Нове чланице сматрају пореску конкуренцију компензацијом за неуспјешне процесе приватизације „изнутра”. За те чланице пореска конкуренција је пожељан инструмент који омогућава бржи прелазак на тржишно пословање, да се привуку стране компаније или стратешки инвеститори за реструктурирање бивших државних компанија. Будући да се пореска конкурентност једне чланице, која се темељи на нижим корпоративним порезима, остварује на терет других чланица, директна посљедица пореске конкуренције је смањење укупне ефикасности алокације капитала у ЕУ. Старе чланице су инсистирале на увођењу минималне стопе пореза на добит у ЕУ. Пореска конкуренција између старих и нових чланица је довела до смањивања стопа пореза на добит у старим чланицама, док су неке нове чланице, у циљу придобијања европских фондова, повећавале стопе. Процес конвергенције стопа пореза на добит, осим смањења максималне и просјечне стопе у ЕУ, ипак није донио смањење варијабилитета (Табела 1).

¹⁷ Подјела на описане групације пореских прихода је у складу са класификацијом пореза према ESA95 стандардима.

Табела 1: Варијабилитет стопа пореза на добит у ЕУ-27

Стопе пореза на добит у ЕУ-27	1995	2000	2005	2008	2010
Минимална	19.60%	19.60%	10.00%	10.00%	10.00%
Максимална	56.80%	51.60%	38.70%	35.00%	35.00%
Аритметички просјек	35.33%	32.29%	25.87%	23.49%	23.34%
Коефицијент варијације	0.2376	0.2175	0.3173	0.3068	0.3134

Извор: калкулације аутора

Посматрајући распоне стопа пореза на доходак у ЕУ, на први поглед може се закључити да процес конвергенције није ни покренут. Распон стопа се креће од 10% до 56%. Међутим, присутан је тренд смањења прогресивности у систему стопа пореза на доходак. Поред тога, све више земаља уводи јединствену стопу пореза на доходак од 10% (*flat rate*), која даље смањује прогресивност и распоне стопа. Посљедњих година већи број старих чланица је смањило стопе пореза на доходак, тако да је просјечна стопа у ЕУ-15 пала за скоро 10%. Процес конвергенције пореза на доходак не огледа се само у хармонизацији стопа, него и у хармонизацији пореске основице и осталих услова опорезивања, сужавању скала стопа или смањивању броја стопа, или у мјерама које су у функцији остварења социјалних или демографских циљева (повећавање неопорезивог прага и пореског кредита за брачне парове или хармонизација олакшица за породице са дјецом). Резултат побројаних реформи јесте благо смањење удјела прихода од пореза на доходак мјерено % БДП: са 10% у 2000. години, на 9,5% БДП ЕУ у 2006. године.

Табела 2: Варијабилитет највиших стопа пореза на доходак у ЕУ-27

Стопа пореза на доходак у ЕУ	1995	2000	2005	2010
Минимална	25.00%	25.00%	16.00%	10.00%
Максимална	63.50%	60.60%	59.00%	56.40%
Аритметички просјек	47.33%	44.63%	39.86%	37.42%
Коефицијент варијације	0.22571	0.217817	0.292422	0.367898

Извор: калкулације аутора

Глобална економска криза је у значајној мјери промијенила структуру пореских прихода у ЕУ и трендове у опорезивању. Пад економских активности и раст незапослености у 2009. години проузроковао је оштар пад прихода од директних пореза, даље смањујући њихову прогресивност, док је пад потрошње довео до великог пада прихода од индиректних пореза (ПДВ, акцизе). Међутим, примјетан је раст

удјела социјалних доприноса. У складу са фискалном позицијом, чланице ЕУ су покушавале аутономним пореским мјерама да ублаже негативне ефекте глобалне економске кризе, да консолидују јавне финансије и подстакну економску активност. Према хоризонту у којем се очекују ефекти предузете мјере, могу се сврстати у краткорочне мјере за консолидацију јавних финансија и пореске реформе¹⁸. Краткорочне пореске мјере углавном се односе на измјене пореских стопа¹⁹, док пореске реформе укључују увођење или смањење пореских скала и остале мјере којима се сужава или шири пореска основица. У цјелини гледано: аутономне пореске мјере које су чланице донијеле у протекле двије године су крајње дивергентне.

У подручју корпоративних пореза већи број чланица се одлучио за давање одређених краткорочних олакшица како би се потакнула капитална улагања, док су се неке одлучиле за дугорочне олакшице да би повећале атрактивност државе за нова улагања. Исто тако, неке чланице су омогућиле посебне режиме за мала и средња предузећа да би се одржала запосленост у том сектору. Међутим, чланице које имају велике буџетске дубиозе одлучиле су се за ширење пореске основице и повећање стопа пореза на добит. У сфери пореза на доходак велики број чланица се одлучио на смањење пореског оптерећења домаћинства са нижим дохоцима. Да би се подстакла потрошња становништва, чланице су се више одлучивале за повећање неопорезивог дијела дохотка и ширење олакшица, него за смањење стопа пореза на доходак. Одређени број чланица је повећао прогресивност повећавањем пореских стопа на високе дохотке.

У сфери индиректних пореза већи број чланица се определило за повећање пореза на потрошњу (ПДВ, акцизе) сматрајући да ће издашност ових пореза у најкраћем року довести до брзог раста прихода. У подручју ПДВ-а чланице су предузеле мноштво аутономних мјера које су резултирале повећањем пореског оптерећења. Мјере иду у правцу повећавања стандардних стопа ПДВ-а и ширења пореске основице (повећање снижених стопа, укидање или смањење скале

¹⁸ European Commission, Taxation trends in the European Union, 2010 Edition, EUROSTAT, 2010. pp. 17-29.

¹⁹ Интересантна је појава варирања стопа истих врста пореза, што показује да фискалне власти немају јасну политику, нити праве процјене учинака одређених мјера. Нпр. В. Британија је 1.12.2008. године смањила стандардну стопу ПДВ-а са 17,5% на 15% за период од 13 мјесеци. Враћање на стопу 17,5% 1.1.2010. донијело је раст цијена и инфлацију. Због великог буџетског дефицита од 1.1.2011. стопа се повећава на 20%.

снижених стопа, сужавање обима добара и услуга на које се могу примијенити снижене стопе)²⁰. Чак 13 чланица је у посљедње двије године повећало стандардне стопе, док су неке, попут Ирске и Пољске, усвоиле фазни пораст стопе у наредних неколико година, као мјере излазне стратегије. Према процјенама Европске комисије, пораст стандардних стопа је имао већи буџетски ефекат него сужавање пореске основице и смањење броја снижених стопа²¹. Пораст стандардних стопа у чланицама је довео до раста просјечне стандардне стопе ПДВ-а у ЕУ-27 од 1,20%, повећања варијабилитета (Табела 3) и помјерања дисперзије унутар ЕУ ка вишим стопама (Табела 4). Због континуираног раста стандардних стопа у Ирској и Пољској у 2012. и 2013. години просјечна стандардна стопа ПДВ у ЕУ-27 ће се повећати на 20,73% и 20,80% респективно, што ће негативно утицати на варијабилитет.

Табела 3: Варијабилитет стандардних стопа ПДВ-а у ЕУ-27

Стандардна стопа ЕУ-27	2008	2009	2010	2011
Просјечна стопа	19,49%	19,52%	20,37%	20,69%
Коефицијент варијације	12,25	12,80	12,68	12,76

Извор: калкулације аутора

Табела 4: Дистрибуција стандардних стопа ПДВ-а у ЕУ-27

Стандардна стопа ПДВ-а	Број чланица - 2008	Број чланица – 2011
22% - 25%	4	8
19% - 21%	15	15
15% - 18%	8	4

Извор: калкулације аутора

4. Нова пореска стратегија Европске уније

Појавом финансијске, а потом и економске кризе, која је попримила глобални карактер, текуће реформске активности Европске комисије у сфери пореза пале су у други план. Чланице ЕУ су се фокусирали на доношење аутономних антикризних политика, којима су у одређеној мјери дерогирани досадашњи успјеси на пољу пореске интеграције. Експанзијом глобалне кризе на реални сектор чланице ЕУ

²⁰ Више о мјерама у сфери ПДВ-а: IBFD, International VAT Monitor, Amsterdam, izdanja: 2009-2010.

²¹ Према процјенама однос ефеката је чак 5:1. Извор: Европска комисија.

су све више постајале свјесне да појединачне антикризне мјере нису довољне, да је потребно донијети свеобухватне стратегије изласка из кризе и адекватне економско-фискалне програме. У зависности од фискалне ситуације, чланице су се углавном фокусирале на програме реструктурирања јавне потрошње и њеног свођења у могуће оквири. Но, како економски опоравак тече споро, постало је јасно да без активне пореске политике неће бити могуће остварити програме фискалне консолидације. Проналажење излаза из кризе, која је уздрмала и саме темеље Уније, захтијева преиспитивање економских политика, укључујући и пореске политике. Продубљавање кризе у неким чланицама еврозоне указало је на нужност креирања заједничке пореске стратегије на нивоу ЕУ. Програм фискалне консолидације ЕУ, усвојен у октобру 2010, поред снажније фискалне координације, чврстих фискалних правила, механизма надзора фискалне дисциплине чланица и обавезних механизма санкција, подразумева и креирање нове пореске стратегије на нивоу ЕУ²². С обзиром да ни Лисабонски уговор није релаксирао одлучивање у сфери пореза, европска пореска стратегија мора представљати баланс између пореског суверенитета чланица и циљева ЕУ. Умјесто политички непожељног модела пореске централизације, европска пореска стратегија треба да се заснива на интеракцији неколико модела:

1. модела екстензивне сарадње чланица,
2. модела координације пореских политика и
3. модела дозиране хармонизације у циљу осигурања функционисања јединственог тржишта.

Најављена пореска стратегија ЕУ сублимира све до сада покренуте реформске процесе у сфери опорезивања, стављајући понуђена рјешења у контекст краткорочних и дугорочних циљева чланица и ЕУ у цјелини. Она, истовремено, треба бити дио излазне стратегије из економске кризе, као симултана подршка фискалној консолидацији и бржем економском опоравку, али и дио стратегије развоја ЕУ до 2020. године.

Нова пореска стратегија се темељи на три стуба:

1. квалитету опорезивања,
2. опорезивању за одржив раст и
3. добром управљању у подручју пореза.

²² Стратегија је представљена Вијећу и Европском парламенту 28.6.2010. www.europa.eu.

4.1. Квалитет опорезивања

Први стуб пореске стратегије треба посматрати у контексту подршке водећих чланица снажној економској координацији, у циљу брже неутрализације финансијских дубиоза чланица и превенције појаве нестабилности у будућности. Приликом дизајна програма фискалне консолидације врло често се занемарује квалитет прихода и њихов учинак на економски раст. С обзиром на рестриктивне ефекте пореза на инвестиције, потрошњу и штедњу, посткризни порески систем ЕУ мора бити дизајниран на начин да, с једне стране, осигура додатне фискалне приходе, а да, с друге стране, подстиче запошљавање и инвестиције и подржава економију засновану на екологији, знању и иновацијама. Аутономно и некоординирано дјеловање 27 пореских система чланица се у вријеме кризе показало неефикасним и непродуктивним. Водећи рачуна о постојећим фискалним односима унутар ЕУ, нова пореска стратегија се заснива на балансираном приступу:

- координацији пореских система чланица и
- хармонизацији опорезивања у степену у којем доприноси остварењу циљева Уније.

Одабрани приступ укључује два правца активности. Први правац подразумева уклањање елемената националних пореских система, који су дисторзивни за функционисање тржишта ЕУ и који су се у кризи показали слабим тачкама система. Други правац представља радикалну пореску реформу у правцу креирања пореског система ЕУ који ће промовисати раст, подстакнути истраживање, развој и иновације, обуке и образовање, домаће предузетништво и улагање страног капитала у ЕУ.

Академске студије су показале да пожељна национална пореска структура, која може подстакнути раст, инвестиције, штедњу и запоусленост, подразумева одмак од опорезивања дохотка и социјалних доприноса ка опорезивању потрошње (ПДВ и акцизе), имовине и еколошким порезима²³, уз неутрализацију негативних импликација по правичност и редистрибуцију. Поред тога, Комисија је предложи-

²³ Највећу пажњу академске и стручне јавности су привукле студије нобеловца Џејмса Мирлиса (Mirrlees J., „Reforming the tax system for the 21st century – Tax by Design”, и „Dimensions of Tax Design”, preliminary edition, Institute for Fiscal Studies, London, UK, November 2010, <http://www.ifs.org.uk/mirrleesReview>).

ла радикалну реформу опорезивања финансијских трансакција²⁴. На глобалном плану ЕУ подржава увођење пореза на финансијске трансакције (*Financial Transaction Tax* - FTT). Приходи од овог пореза би се користили за финансирање глобалних циљева (помоћ развоју, климатске промјене). Увођење FTT би дестимулативно дјеловало на досадашњу праксу „брзе трговине” на финансијским тржиштима, чиме би ова тржишта постала стабилнија и ефикаснија. На нивоу ЕУ Комисија се залаже за увођење пореза на финансијске активности (*Financial Activity Tax* - FAT), којим би се опорезовали профит и зараде у финансијском сектору. Обвезници овог пореза би биле финансијске корпорације, а не клијенти. Предложено је неколико модалитета FAT-а: опорезивање цјелокупног профита и плата (*addition-method FAT*), или циљани порез на економску ренту/екстрапрофит (*rent-taxing FAT*) или опорезивање профита из ризичних активности (*risk-taxing FAT*). Увођење FAT се објашњава чињеницом да је финансијски сектор, у поређењу са осталим секторима, у мањој мјери опорезован. Процјењује се да би оба пореза донијела велике приходе с обзиром на обим трансакција, висину добити и зарада у овом сектору²⁵. Плаћањем FAT-а финансијски сектор и менаџери банака би дали свој допринос фискалној консолидацији ЕУ и санирању посљедица кризе у чијем настанку су имали кључну улогу.

4.2. Опорезивање за одржив раст

Полазиште другог стуба стратегије јесте позитивна корелација између стабилности економије и тржишта Уније. Да би интерно тржиште Уније исправно функционисало, потребно је уклонити све препреке прекограничном пословању и инвестирању широм ЕУ, укључујући и фискалне препреке. Само једноставан, ефикасан и економичан порески систем може довести до смањења трошкова администрација и побољшања ликвидности компанија, пропулзивности тржишног амбијента, олакшавајући инвестирање у производне активности, поготово у мала и средња предузећа.

²⁴ European Commission „Taxation of the Financial Sector”, COM(2010)549/5, Brussels, 7.10.2010.

²⁵ Према процјенама 0,1% FTT би глобалним финансијама донијело 60 млрд EUR, а са деривативима и десет пута више, док би 5% FAT на зараде и профит донијело Унији 25 млрд EUR. Ibid. p. 4–6.

Студија Европске комисије је идентификовала три области за координацију пореских политика: корпоративно опорезивање, порези на потрошњу и „зелени” порези²⁶. Уважавајући налазе из студије, стратегија предлаже следећа рјешења:

- *Увођење заједничке консолидоване основице за корпоративне порезе.* Овим рјешењем треба да се елиминишу неусклађености између пореских система чланица, у функцији уклањања фискалних и других препрека за интеграцију тржишта ЕУ. Мултинационалне компаније које послују у ЕУ треба да се опорезују према јединственом сету пореских правила („СССТВ”). Концепт консолидоване основице треба се примијенити и на компаније мале и средње величине, да би им се олакшало пословање на територији ЕУ.
- *Систем ПДВ-а треба бити у функцији креирања адекватног амбијента за пословање.* Потребно је осигурати неутралност система ПДВ-а, проширити пореску основицу (редуцирањем derogација, ослобађања и опсега снижених стопа), поједноставити администрирање, смањити компанијама трошкове поштивања прописа, ускладити ПДВ процедуре са техничким напретком, смањити простор за настанак превара²⁷.
- *Елиминација двоструког опорезивање на јединственом тржишту.* Рјешење укључује: уклањање конфликта у вези опорезивања имовине, дохотка и капитала (унификација концепта резидента, сврставања дохотка, третмана ризичног капитала који се улаже у друге чланице и опорезивања пензија, поједностављење сложених процедура за остварење пореских кредита, олакшавање комуникације обвезника са 27 пореских управа).
- *Фокусирање на „зелене” порезе и опорезивање енергената.* Рјешење обухвата мјере за осигурање поштивања преузетих међународних обавеза, повећање ефикасности кориштења енергије и остварење конкурентности у енергетском сектору, неутрали-

²⁶ Monti M., „A New Strategy for the Single Market – At the service of Europe's Economy and Society”, Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso, 9 May 2010. pp. 79-83.

²⁷ Више о овом елементу стратегије у: European Commission, „Green Paper On the future of VAT Towards a simpler, more robust and efficient VAT system”, COM(2010) 695 final, Brussels, 1.12.2010.

зовање екстерналија, осигурање „зеленог” раста и повећања за-
послености.

4.3. Добро управљање у подручју пореза

Остварење фискалне консолидације чланица ЕУ не може се успје-
шно спровести без ефикаснијег убирања прихода и смањења пореске
евизије. Да би се повећала ефикасност пореских управа, потребно је
примијенити концепт доброг управљања. У подручју пореза концепт
доброг управљања обухвата:

- примјену принципа транспарентности²⁸ код планирања актив-
ности пореских управа, извршавања, извјештавања, ревизије и
објаве информација;
- успоставу система службене сарадње између пореских управа у
пољу ПДВ-а, акциза и директних пореза;
- елиминацију штетне пореске конкуренције у ЕУ и између ЕУ и
трећих земаља.

У погледу остварења концепта доброг управљања ЕУ настоји уна-
приједити постојећи регулаторни оквир за пореску конкуренцију
(Кодекс опорезивања компанија) и службену сарадњу пореских упра-
ва на пољу ПДВ-а, акциза и директних пореза. Међународни стан-
дарди доброг управљања порезима све више постају елемент спора-
зума између ЕУ и трећих земаља, поготово земаља с којима ЕУ гра-
нични и оних које већ имају неки уговорни однос са ЕУ (нпр. земље
кандидати за чланство), али и трећих земаља²⁹. Редизајнирана регу-
лација о службеној сарадњи³⁰, поред система обавезне размјене пода-
така и информација о ПДВ-у, процедура за вођење заједничких ис-
трага на територију ЕУ и Сталног комитета за службену сарадњу, ус-
поставља EUROFISC мрежу за брзу размјену информација између
чланицама. Недавно је на нивоу Вијећа ЕУ постигнута сагласност о
садржају директиве о службеној сарадњи чланица на подручју ди-

²⁸ То је уједно и захтјев (стандард) ММФ-а. Више о стандардима транспарентности у порезима: IMF, Manual on Fiscal Transparency, 2007, Washington.

²⁹ Више о томе: European Commission, „Promoting Good Governance in Tax Matters”, COM(2009)201 final, Brussels, 28.4.2009. и „Tax and Development, Cooperating with Developing Countries on Promoting Good Governance in Tax Matters”, COM(2010)163 final, Brussels, 21.4.2010.

³⁰ Council Regulation (EU) No 904/2010 of 7 October 2010 on administrative cooperation and combating fraud in the field of value added tax (recast).

ректних пореза³¹. Овом директивом ће се прописати процедуре за обављање заједничких истрага, те услови и процедуре размјене информација потребних за утврђивање и наплату директних пореза³² између чланица, чак и оних које су у посједу банака и финансијских институција.

5. Усклађеност пореске стратегије ЕУ са глобалним пореским реформама

Нова пореска стратегија ЕУ дио је глобалног процеса редизајна пореских система развијених држава. У настојању да се креира пожељан модел пореског система који ће донијети повећање пореских прихода, без негативних импликација по инвестиције и раст, земље OECD-а су током 2010. године договориле међународну пореску стратегију која укључује сљедеће елементе³³:

- редизајн пореских система (ширење пореске основице и основац на опорезивање потрошње и еколошке порезе, осигурање неутралности опорезивања ПДВ-ом, опорезивање у сврху финансирања глобалних добара);
- модернизацију пореских управа (пружање услуга пореским обвезницима електронским путем);
- транспарентност и размјену информација за пореске сврхе;
- међународну сарадњу у подручју пореза (примјена међународних конвенција OECD и међународни пореска сарадња и дијалог, борба против корупције, прања новца и пореских превара).

У свјетлу глобалних пореских иницијатива којима би финансијски сектор смањιο ризичне операције и дао свој допринос фискалној консолидацији, ММФ је предложио двије опције. Поред увођења FAT-а, друга опција подразумијева увођење доприноса за финансијску стабилност (FSC - *Financial Stability Contributions*) којим би се опорезовале неосигуране обавезе финансијских институција. ММФ се залаже за реформу пореских система у правцу већег удјела ПДВ-а

³¹ Council of the European Union, Press Release 15094/10, Brussels, 7 December 2010.

³² Директивом ће се прописати условна и безусловна (аутоматска) размјена информација о директним порезима. Аутоматска размјена је договорена за информације о личним примањима, платама менаџера, дивидендама, капиталним добицима, производима животног осигурања, пензијама, дохоцима од непокретности.

³³ OECD, „OECD’s Current Tax Agenda”, June 2010., OECD, „Tax policy reform and fiscal consolidation”, Tax Policy Brief, December 2010.

у односу на порез на доходак/капитал, сматрајући потрошњу мање мобилном пореском основицом у међународним релацијама и тиме погоднијом за осигурање раста. ММФ подржава систем ПДВ-а са једном стопом и минимумом ослобађања, који у највећој мјери може допринијети фискалној стабилности.³⁴

6. Фискална слика и трендови опорезивања у БиХ

6.1. Фискална слика

Сложена структура власти у БиХ допринијела је прецизионирању јавних служби и администрације у БиХ, са ефектом дуплирања и преклапања јавних услуга, губитка ефикасности и нерационалности јавног сектора. Релативно висок ниво јавне потрошње, мјерен % БДП-а, као резултат сложеног политичко-територијалног устројства БиХ и високог степена фискалне децентрализације БиХ, одразио се и на фискалну слику земље у виду високог пореског оптерећења БДП-а. Поред ових фактора, кретање консолидованих прихода БиХ³⁵ у периоду од завршетка рата до данас³⁶ било је под утицајем процеса и реформи у фискалној и економској сфери³⁷. Системске реформе које су водиле јачању тржишта и сузбијању сиве економије, попут стварања јединственог економског простора након укидања двоструког опорезивања међуентитетске трговине и опорезивање увоза акцизних добара на граници (2002-2003), и реформе система индиректног опорезивања, која је окончана увођењем ПДВ-а (2003-2006), позитивно су дјеловале на раст прихода у периоду 2004-2008 (Графикон 5). Поред тога, енорман раст цијена енергената, сировина и хране на свјетском тржишту током 2008. године, довео је до снажног номиналног раста прихода од индиректних пореза (царине, ПДВ) који се

³⁴ IMF World Economic and Financial Surveys, Fiscal Exit: From Strategy to Implementation, Fiscal Monitor, Washington, November 2010, pp. 73-84.

³⁵ Консолидовани подаци за БиХ укључују фискалне операције институција БиХ, ентитета, Брчко Дистрикта, кантона, локалних заједница и ванбуџетских фондова.

³⁶ Због упоредивости у цијелом периоду узети су подаци из извјештаја ММФ-а (1998-2010), www.imf.org

³⁷ Методолошка напомена: будући да се омјер прихода и расхода изражава према БДП-у потребно је нагласити непоузданост статистике БДП и неконзистентну методологију у постратним годинама у БиХ у погледу укључивања сиве економије и активности неформалног сектора у БДП.

обрачунавају *ad valorem* у другом и трећем кварталу 2008. године. С друге стране, прикључивање споразуму СЕФТА (2006) и потписивање Споразума о стабилизацији и придруживању са ЕУ (од 1.7.2008.) довели је до значајног губитка царинских прихода.

Растом прихода од индиректних пореза покренута је спирала расхода сложеног административног апарата и социјалних давања на свим нивоима влада. Створене обавезе по основу колективних уговора и закона о социјалним правима брзо су истопиле фискалне суфиците из 2006. и 2007. године (Графикон 6). Чињеница да се, непланирано, почетак петогодишње имплементације фазног смањења царина на увоз робе поријеклом из ЕУ подударио са почетком избијања кризе увелико отежава процес фискалне консолидације. Фискалне власти БиХ од 1.7.2009. настоје надомјестити губитке прихода од индиректних пореза увођењем додатне путарине на погонско гориво и континуираним повећањем стопа акциза на духанске прерађевине у складу са минималним стандардима ЕУ, али то, до сада, није било довољно да се неутрализују негативни ефекти кризе на ниво потрошње и економске активности у земљи. Уз растуће расходе, пад прихода у БиХ, у 2009. години, довео је до фискалног дефицита од 5,7%, док се у 2010, захваљујући умјереном расту прихода од индиректних пореза и смањењу расхода, у складу са преузетим обавезама из *stand-by* аранжмана са ММФ-ом, очекује да ће дефицит износити 4,5%³⁸.

Графикон 5



³⁸ Пројекне ММФ-а. Види: IMF World Economic and Financial Surveys, Europe: Building Confidence, Regional Economic Outlook, Washington, November 2010, p. 31.

Графикон 6



6.2. Трендови у опорезивању

Структура пореских прихода у БиХ је слична пореској структури у чланицама ЕУ које су прошле период транзиције: индиректни порези имају доминантан удио, социјални доприноси су високи и стабилни, док је удио прихода од директних пореза јако низак. За разлику од нових чланица, за БиХ је карактеристично да су у посматраном периоду започете фискалне реформе које су промијениле пореске трендове у земљи. Увођење ПДВ-а је донијела висок раст прихода од ПДВ-а, изнад пројектованих и приходовно неутралних³⁹, приступање споразуму СЕФТА и потписивање Споразума са ЕУ је довело до оштрог пада прихода од царина, док је почетак хармонизације политике опорезивања акцизом у БиХ са стандардима ЕУ донио снажан раст прихода од акциза. Реформе у сфери директних пореза, које спроводе ентитети и дистрикт, донијеле су благи раст прихода од пореза на добит и доходак, док је политика високих стопа доприноса и ширења пореске основице допринијела снажном расту удјела социјалних доприноса мјерено % БДП-а (Табела 5). Међутим, глобална економска криза је донијела значајно смањење прихода на потрошњу, што се одrazilо и на структуру прихода (Табела 6).

³⁹ Више о пореским реформама и ефектима увођења ПДВ-а у БиХ: Антић, Д., „Макро-економска стабилност и фискални федерализам у Босни и Херцеговини”, FIRCON, Мостар, 2009, стр. 188-215.

Табела 5: Пореска структура ЕУ и БиХ

Порески приходи, % БДП	ЕУ-27			БиХ					
	2002	2008	2009	2002	2005	2006	2007	2008	2009
Индиレクトни порези	13.9	13.3	12.9	19.8	20.1	22.7	21.4	19.8	18.4
Директни порези	13.0	13.5	12.3	3.4	2.7	2.9	3.1	3.5	3.4
Социјални доприноси	12.8	12.6	14.1	13.9	12.7	13.1	13.6	14.2	14.9
Укупни порески приходи	39.7	39.4	39.3	37.1	39.4	39.3	37.1	37.5	36.7

Извор за БиХ: база података Одјељења за макроекономску анализу УО УИО, www.oma.uino.gov.ba

Табела 6: Структура пореских прихода у БиХ (2006-2010)

% Структура пореских прихода	2006	2009	I-IX 2010*)
Индиレクトни порези	58.5	50.3	50.4
Директни порези	7.3	9.1	9.2
Социјални доприноси	34.2	40.5	40.4

*) прелиминарни консолидовани извјештај, http://www.oma.uino.gov.ba/09_izvjestaji.asp?l=s

7. Поуке за Босну и Херцеговину

Нова пореска стратегија ЕУ је конципирана за фискални систем ЕУ, који је, у погледу сложености вертикалне и хоризонталне структуре и степена фискалне аутономије нивоа влада, у великој мјери сличан фискалној архитектури у БиХ. Правећи пресјек фискалних надлежности по вертикали може се закључити да су у оба случаја централној влади (институције БиХ и ЕУ) додијељене слабе фискалне надлежности, док је широки фискални суверенитет загарантован средњем нивоу власти (ентитети у БиХ, чланице у ЕУ). У БиХ индиレクトно опорезивање је препуштено централној влади у цијелости, док је на нивоу ЕУ хармонизовано и интегрисано у високом степену, с тенденцијом све веће централизације. Слично стању у ЕУ, директно опорезивање у БиХ је фрагментирано, што је од стране компанија идентификовано као препрека за страна улагања и фактор слабљења

конкурентности⁴⁰. Приликом израде пореске стратегије ЕУ понуђена рјешења су избалансирана да не угрожавају фискални суверенитет чланица, а да, с друге стране, допринесу реализацији текућих и стратешких циљева ЕУ као цјелине. Повлачењем паралеле између БиХ и ЕУ, може се закључити да би, слично ЕУ и њеним чланицама, БиХ и њени ентитети могли преузети рјешења из стратегије ЕУ која се, у датој сложеној уставно-политичкој структури БиХ, може унаприједити порески систем у БиХ у правцу остварења краткорочних и стратешких циљева БиХ.

Приликом моделирања пореског система БиХ, а у складу са новом пореском стратегијом ЕУ, потребно је водити рачуна о сљедећим чињеницама. *Прво*, порески систем БиХ је већ увелико одређен реформом индиректних пореза, која је подразумијевала централизацију легислативе и прикупљања индиректних пореза. *Друго*, пореска структура подразумијева доминацију индиректних пореза у укупним пореским приходима, док је удио директних пореза доста низак. *Треће*, структура пореских прихода неће се моћи битније измијенити без дугорочних структуралних реформи у привреди. *Четврто*, степен фискалне аутономије средњег нивоа власти је *de facto* смањен увођењем ПДВ-а, тако да су директни порези остали једини сегмент гдје ентитети у БиХ имају потпуну фискалну аутономију. *Пето*, централизација директног опорезивања у садашњим политичким односима није реалност, будући да захтијева политички консензус ентитета.

Поред побројаних унутрашњих фактора, који се у случају БиХ могу сматрати ограничењима модела, потребно је сагледати и обавезе према ЕУ у фискалној сфери, које захтијевају одрицање од дијела фискалног суверенитета БиХ и/или ентитета. Поред координације фискалне политике, у склопу Пакта стабилности и раста, обавезе у подручју пореза укључује три елемента:

- хармонизацију националног законодавства у сфери опорезивања ПДВ-ом и акцизом са правним оквиром ЕУ,
- поштивање Кодекса опорезивања компанија,⁴¹
- приступање систему службене сарадње пореских и царинских управа.

⁴⁰ EBRD. „Transition Report 2010 - Recovery and Reform”, London, UK, 2010, p. 83-85; Foreign Investors Council, „White Book – 2009”, www.fic.ba

⁴¹ Кодекс подразумијева елиминацију мјера штетне пореске конкуренције и државне фискалне помоћи којом се дискриминишу одређени сектори и групације компанија.

Коначно, уважавајући интерне и екстерне факторе, порески систем БиХ мора да одговори и текућим изазовима глобалне економске кризе. Под притиском фискалних дубиоза и преузетих обавеза према ММФ-у, фискалне власти у БиХ предузимају опсежне реформе у сфери јавне потрошње, у циљу реструктурирања расхода и свођења у оквиру које су реално могући. Међутим, и поред реформе јавних расхода, фискалну консолидацију отежава растући тренд задуживања и спорији раст јавних прихода. Активности развијених земаља и ЕУ показале су да је нужно спровести и пореске реформе да би се убрзао опоравак. Пореске реформе у БиХ би требало дизајнирати на начин да, уважавајући дата ограничења, допринесу фискалној консолидацији, бржем економском расту и испуњењу обавеза према ЕУ.

У погледу првог стуба пореске стратегије ЕУ – квалитета опорезивања и измјене пореске структуре – из анализа се може закључити да порези на потрошњу имају доминантан удио у пореским приходима БиХ. То је, највећим дијелом, резултат примјене једне стопе ПДВ-а и широке пореске основице. С обзиром на искуства чланица, стратегију ЕУ и препоруке ММФ-а, не би се више требало инсистирати на увођењу диференцираних стопа ПДВ-а. Евидентно је да се због расправе око стопа у други план стављају много важније измјене система ПДВ-а у БиХ, а посљедица је да БиХ већ заостаје у процесу континуираног усклађивања система ПДВ-а са измјенама у ЕУ. Посљедње измјене у сегменту опорезивања услуга у ЕУ налажу хитно усклађивање система ПДВ-а у БиХ како би се елиминисала појава двоструког опорезивања или неопорезивања услуга у међународној размјени, са штетним посљедицама по јавне приходе и конкурентност домаћих компанија. Постоје и друга побољшања која је нужно урадити у ПДВ легислативи (нпр. ширење примјене механизма „reverse charge”⁴², мјере за осигурање неутралности ПДВ-а), али и у администрирању ПДВ-ом (нпр. електронске пријаве, фактурисање и архивирање). Модернизација УИО би значајно допринијела ефикасности убирања прихода и смањила трошкове пословања обвезницима, а с друге стране осигурала би ИТ платформу за службену сарадњу са ЕУ, што је један од услова из поглавља *acquis-a* „Опорезивање”.

⁴² Механизам подразумијева пренос обавезе са продавца на купца. Сматра се ефикасним средством за борбу против превара у систему ПДВ-а. У БиХ примјењује се код опорезивања радова у грађевинарству.

Новим Законом о акцизама у БиХ повећана је путарина, као посебна врсте акцизе на деривате, и утврђена је динамика континуираног повећања акциза на цигарете до испуњења стандарда ЕУ. Међутим, због повећања минималних стопа акциза у ЕУ, од 2011. године потребно је утврдити нову динамику усклађивања акциза на дуванске прерађевине и донијети политику акциза на енергенте, укључујући угљ, кокс и електричну енергију. Ефекте неутрализовања екстерналија и штетних посљедица кориштења акцизних производа могуће је постићи директним опорезивањем возила и власника возила. С обзиром на специфичности система расподеле индиректних пореза у БиХ и расподеле надлежности између државе и ентитета, није могуће да се одређени дио прихода од акциза директно усмјерава за неутралисање екстерналија, али је то могуће реализовати преко буџета ентитета, системом циљаних трансфера у складу са ентитетским политикама (транспортна, здравствена, социјална, еколошка, ...). На крају, требало би истрајати на реформи опорезивања непокретности у цијелој БиХ. Прогресивним опорезивањем непокретности могу се остварити значајни редистрибутивни ефекти, убрзала би се фискална консолидација локалних заједница, а наредних година додатни приходи би се могли усмјерити на побољшање локалних услуга, локалне јавне радове, капиталне инвестиције и унапређење пословне инфраструктуре.

Други стуб пореске стратегије представља највећи изазов за ентитетске фискалне власти БиХ. Економски раст и развој захтијева јединствен економски простор, а дјеловање тржишних механизма захтијева мобилност капитала, роба и особа на цијелој територији БиХ. Садашњи расцјепкани систем опорезивања добити одвраћа велике инвеститоре, а компаније које желе пословати у БиХ оптерећује додатним трошковима. Правећи паралелу са моделима пореских система развијених држава, садашња матрица надлежности нивоа управе у БиХ за порезе одступа само у сегментима опорезивања добити и дохотка. Посљедњих неколико година у БиХ на сцени је „тиха” хармонизација директних пореза, која је започела реформом директних пореза у РС крајем 2006. и усвајањем сличних прописа у ФБиХ. Ову фазу хармонизације карактерише хармонизација стопа пореза на доходак и добит у ентитетима и дистрикту на нивоу од 10%, што представља минималну стопу у ЕУ, те дјелимична хармонизација основице и непорезивог дијела код опорезивања дохотка. Глобална економска криза није у потпуности зауставила започете

пореске реформе у ентитетима, али је умањила очекиване ефекте (нпр. ефекте увођења фискалних каса у РС). Ипак, под притиском кризе дошло је и до одлагања најављених пореских реформи⁴³. У ентитетима су започете реформе администрирања порезима које би требале довести до побољшања ефикасности убирања прихода и смањења трошкова администрирања порезима. Ове реформе подразумевају:

- увођење фискалних каса, у циљу смањења сиве економије и повећања ефикасности убирања директних пореза, али и са очекиваним индиректним ефектима на убирање ПДВ-а и социјалних доприноса;
- успостава јединственог система регистрације пореских обвезника и обвезника социјалних доприноса и наплате јавних прихода, у циљу олакшања пословања обвезницима и смањења трошкова поштивања пореских прописа;
- увођење бруто принципа обрачуна плата;
- уређивање система обрачуна социјалних доприноса и др.

У Брчко Дистрикту у току 2010. године је извршена цјеловита ревизија постојећег јединственог прописа којим се до сада опорезовала добит и доходак. Предлаже се раздвајање пореске материје у два закона, а судећи према нацрту, велики број елемената је усклађен са ентитетским прописима. Очекује се да ће нови прописи ступити на снагу 1.1.2011. Међутим, у РС су у међувремену усвојене, или се предлажу одређене мјере пореске политике којима се нарушава достигнути степен хармонизације опорезивања дохотка⁴⁴.

Ентитетски прописи на различит начин третирају опорезивање добити пословних јединица обвезника који има сједиште у другом

⁴³ Након Брчко Дистрикта, и власти у РС започеле су реформу опорезивања непокретности. Међутим, за разлику од Брчког, који је реформу пореза на непокретности имплементирао, РС је одложила реформу због економских и политичких разлога, али и због административних потешкоћа код успоставе јединственог фискалног регистра непокретности.

⁴⁴ Почетком 2009.г. РС је смањила стопу пореза на доходак у РС на 8% и повећала неопорезиви дио дохотка, у циљу релаксирања потрошње, међутим, у току 2010.г. неопорезиви праг је смањен, а поново је уведено опорезивање капиталних добитака на приходе од продаје имовине која је кориштена у личне сврхе. За фискалну 2011. предлаже се увођење прогресивне стопе пореза на доходак и укидање неопорезивог дијела.

ентитету/дистрикту. У циљу отклањања двоструког опорезивања добити остварене ван ФБиХ, а у БиХ, ФБиХ одобрава умањење пореске обавезе обвезнику-резиденту за износ пореза плаћеног на добит ван ФБиХ, а која је укључена у добит обвезника. Пословне јединице чије је сједиште изван ФБиХ, а у БиХ, ослобађају се плаћања пореза на добит за добит коју остваре пословањем у ФБиХ. Овакав принцип је био нужан да се избјегне двоструко опорезивање и осигура компатибилност са прописима у РС, према којима су обвезници пореза на добит пословне јединице обвезника са сједиштем у БиХ, а изван РС, за добит остварену у РС. С друге стране, РС је прописала могућност подношења консолидоване пореске пријаве и формулу алокације добити између ентитета и Дистрикта, која се, ипак, у пракси не примјењује.

Опорезивање консолидоване добити по принципима ЕУ довело би до елиминације двоструког опорезивања унутар БиХ и интеграције економског простора. Тржиште БиХ би великим компанијама постало атрактивно мјесто пословања и инвестирања, што би подстакло интеграције корпорација, мерцере и аквизиције, омогућило финансијско реструктурирање и побољшало ликвидност компанија и примјену других пореских погодности које се сада не користе⁴⁵. Први кораци у процесу хармонизације опорезивања добити у БиХ, који иду у правцу примјене концепта консолидоване пореске основе, су учињени. Поред генералног редизајна прописа из дистрикта, потребно је наставити са усклађивањем пореске основе, пратећи реформе у Унији, како би се систем директног опорезивања у БиХ развијао укорак са правним оквиром и најбољом праксом ЕУ. Друго подручје дјеловања ентитетских власти јесте уклањање штетних пореских мјера, дискриминације или фаворизирања одређених сектора и компанија, свођење мјера фискалне помоћи у допуштене оквиру, у складу са правилима конкурентности ЕУ и Кодексом опорезивања компанија. То је уједно и ургентна обавеза из Споразума о стабилизацији и придруживању са ЕУ.

⁴⁵ Нпр. јединствено пореско књиговодство би омогућило кориштење предности регистровања корпорације као ПДВ-е групе. Више о ефектима ПДВ група: Антић, Д., „Антикризна политика ПДВ и поштивање принципа пореске неутралности”, зборник радова са научног скупа „Услови и ограничења превладавања ефеката глобалне кризе”, Економски факултет Бањалука, 9. фебруар 2010., *Acta Eoconomica*, бр. 12/2010, Економски факултет, Бањалука, стр. 269-293.

Полазишта за добро управљање порезима, трећег стуба пореске стратегије ЕУ, су транспарентност у раду пореских управа у БиХ и успостава система службене сарадње и размјене података. Интеграција тржишта, увођење консолидоване пореске основице и борба против пореских превара и сиве економије, захтијевају доношење правног оквира за екстензивну сарадњу пореских управа у БиХ, увезивање ИТ система, размјену података и спровођење заједничких истрага. Увезивање пореских управа у БиХ је прва фаза прије укључивања БиХ у систем службене сарадње пореских управа у ЕУ, у складу са одредбама Споразума са ЕУ. Правни оквир мора уважавати и европске стандарде заштите права обвезника код размјене података. Блиска сарадња пореских управа, не само да ће без нових пореских намета донијети додатне приходе од директних и индиректних пореза, него ће дугорочно створити услове за дјеловање правне државе, смањење сиве економије, спровођење структуралних реформи и релаксацију стопа пореза и доприноса, у правцу растерећења регуларних обвезника који су до сада у цијелости сносили терет јавне потрошње у БиХ.

Закључак

Анализа елемената нове пореске стратегије ЕУ указала је на главна подручја пореских реформи које Унија намјерава спроводити у наредном средњорочном периоду. Стратегија се заснива на моделу интеракције пореске координације између чланица и хармонизације пореза у обиму који омогућује функционисање јединственог тржишта Уније у пуном капацитету. Реформа пореског система чланица требала би бити катализатор фискалне консолидације и дио излазне стратегије ЕУ, а на дужи рок и фактор остварења дугорочних циљева развоја ЕУ до 2020. године. У погледу сложености вертикалне и хоризонталне структуре и степена фискалне аутономије нивоа влада, фискални систем ЕУ је у великој мјери сличан фискалној архитектури у БиХ. Чињеница да нова пореска стратегија представља политички компромис, којим се штите циљеви Уније и фискални суверенитет чланица, од велике је важности за фискалне власти БиХ, које су у конципирању пореских реформи у БиХ ограничене уставом дефинисаним фискалним надлежностима нивоа власти. Анализа концепта, модела и рјешења нове пореске стратегије ЕУ показала је да пореска стратегија БиХ може укључивати следеће елементе: усклађивање правног оквира индиректног опорезивања у складу са измјенама у

ЕУ и захтјевима *acquis*-а, увођење опорезивања консолидоване добити, опорезивање непокретности, успоставу службене сарадње између пореских управа у складу са правилима ЕУ, примјену концепта доброг управљања порезима и модернизацију пореских управа. Наведене реформе могу помоћи фискалној консолидацији и бржем опоравку БиХ и допринијети остварењу стратешких циљева земље - стабилног економског раста и правовременог преузимања европског правног оквира и праксе на путу ка испуњењу услова за пријем у ЕУ. Да је могуће заједничке пореске реформе договорити у постојећој констелацији сложених фискалних и политичких односа у БиХ показује консензус 27 чланица ЕУ око нове европске пореске стратегије.

Литература

1. Антић, Д. Макроекономска стабилност и фискални федерализам у Босни и Херцеговини. Мостар: FIRCON, 2009.
2. Council Regulation (EU) No 904/2010 of 7 October 2010 on administrative cooperation and combating fraud in the field of value added tax (recast).
3. European Commission, „Promoting Good Governance in Tax Matters”, COM(2009)201 final, Brussels, 28.4.2009.
4. European Commission, „Tax and Development, Cooperating with Developing Countries on Promoting Good Governance in Tax Matters”, COM(2010)163 final, Brussels, 21.4.2010
5. European Commission, „Taxation of the Financial Sector”, COM(2010)549/5, Brussels, 7.10.2010.
6. European Commission, „Green Paper On the future of VAT Towards a simpler, more robust and efficient VAT system”, COM(2010) 695 final, Brussels, 1.12.2010.
7. European Commission, Taxation trends in the European Union, 2010 Edition, EUROSTAT, 2010.
8. European Commission, „Tax policy after the crisis”, Monitoring tax revenues and tax reforms in EU Member States 2010, working paper No 24, 2010.
9. European Commission, „Towards a new Energy Strategy for Europe 2011-2020”, www.europa.eu.

10. European Commission, Communication from the Commission, Europe 2020, A Strategy for smart, sustainable and inclusive growth, www.europa.eu.
11. EUROSTAT, Euroindicators, News Release, 157/2010 - 22 October 2010
12. EUROSTAT, Euroindicators, News Release, 170/2010 - 15 November 2010
13. EUROSTAT, Government finance statistics, Summary tables — 2010 Edition, Data 1996-2009, Luxembourg, 2010.
14. IBFD, International VAT Monitor, Amsterdam, izdanja: 2008-2010
15. IMF World Economic and Financial Surveys, Fiscal Exit: From Strategy to Implementation, Fiscal Monitor, Washington, November 2010.
16. IMF World Economic and Financial Surveys, Europe: Building Confidence, Regional Economic Outlook, Washington, November 2010.
17. IMF Survey Magazine: IMF Research, Global Financial Crisis, Tax Policies Made Countries More Vulnerable to Crisis, Washington, June 16, 2009.
18. Mirrlees J., „Mirrlees Review: Reforming the tax system for the 21st century – Tax by Design”, preliminary edition, Institute for Fiscal Studies, London, UK, November 2010.
19. Mirrlees J. , „Mirrlees Review: Dimensions of Tax Design”, preliminary edition, Institute for Fiscal Studies, London, UK, November 2010, <http://www.ifs.org.uk/mirrleesReview>
20. Monti M., „A New Strategy for the Single Market – At the service of Europe's Economy and Society”, Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso, 9 May 2010.
21. OECD, „OECD's Current Tax Agenda”, June 2010.
22. OECD, „Tax policy reform and fiscal consolidation”, Tax Policy Brief , December 2010.
23. OECD, The Global Forum on Transparency and Exchange of Information for Tax Purposes, A Background Information Brief, 19 October 2010.
24. Terra B.J.M., Wattel P.J., „European Tax Law”, 5th Edition, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, Netherlands, 2008.
25. Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union, consolidated version, OJ C 115, 9.5.2008.

*Драган Глигорић**
*Јелена Тешић***

ПОЈАВНИ ОБЛИЦИ И ЕФЕКТИ КОНКУРЕНТСКИХ ДЕВАЛВАЦИЈА У УСЛОВИМА КРИЗЕ

MANIFESTATIONS AND EFFECTS OF COMPETITIVE DEVALUATION IN CONDITIONS OF CRISIS

Резиме

Исцрпљивањем позитивних ефеката мјера фискалне и монетарне политике у домену смањивања референтне каматне стопе, политика девизног курса представља средство у којем земље могу да виде шансу за бржи излазак из текуће економске кризе. Конкурентском девалвацијом домаће валуте повећава се цјеновна конкурентност домаћих производа, а тиме и њихова тражња. Међутим, уколико једна земља изврши конкурентску девалвацију, може се очекивати да и земље које су угрожене таквом мјером предузму контрамјере, што у конкретном случају може да доведе до рата валута.

У овом раду анализирамо монетарну политику Сједињених Америчких Држава, Кине и земаља европске Економске и монетарне уније. Циљ нам је да идентификујемо постојање, појавне облике и ефекте које компетитивне девалвације имају на међународни монетарни систем. Резултати анализе указују да Сједињене Америчке Државе користе економски неутемељене аргументе како би извршиле притисак на Кину да ревалвира јуан, те да предузимају мјере које имају за циљ депресијацију долара. Такође, анализе указују да је спо-

* Економски Факултет, Универзитет у Бањој Луци, dragan.gligoric@efbl.org

** Економски Факултет, Универзитет у Бањој Луци

ра реакција земаља еврозоне, приликом рјешавања грчке и ирске дужничке кризе, допринијела слабљењу евра, што позитивно дјелује на извоз из еврозоне, прије свега Њемачке. Због негативних посљедица које могу да имају на стабилност међународног монетарног система, група Г20 је позвала на уздржаност од конкурентских девалвација и координацију макроекономских политика, што представља шансу за реформу међународног монетарног система.

Кључне ријечи: конкурентска девалвација, рат валута, међународни монетарни систем, цјеновна конкурентност.

Summary

Depletion of the positive effects of fiscal policy and monetary policy in the area of referent interest rate reduction, exchange rate policy has become an instrument through which a country could find a chance to faster come out of the current economic crisis. Competitive devaluation of domestic currency increases the price competitiveness of domestic products and consequently increases the demand for domestic products in the foreign markets. However, if one country takes an action of competitive devaluation, other countries, threatened by such action, are expected to take the countermeasures, which can ultimately lead to a *currency war*.

In this paper we examine the monetary policy of the United States, China and the European Economic and Monetary Union. Our goal is to identify the existence, manifestations and effects of competitive devaluations on the international monetary system. The results indicate that the U.S. uses economic unfounded arguments to put pressures on China to revalue its currency, as well as the measures aimed at depreciating dollar. Also, analysis showed that the slow reaction of the Eurozone countries in the settlement of the Greek and Irish debt crisis significantly contributed to the weakening of euro, which has a positive effect on exports from the Eurozone, especially from Germany. Because of the negative consequences that competitive devaluations could have on the stability of international monetary system, the G20 called for restraint from competitive devaluations and the coordination of macroeconomic policies, which could present an opportunity for the international monetary system reform.

Key words: competitive devaluation, currency war, international monetary system, price competitiveness.

Увод

Висина девизног курса, односно вриједност неке валуте у савременом свијету, који је заснован на тзв. фијат новцу, битно утиче, али и осликава кретања у реалном сектору националних економија. Стога, девизни курс, у савременим условима, представља веома битан инструмент економске политике чијим управљањем земља може да утиче на реални сектор сопствене привреде, али и других привреда са којима остварује економске везе.

У циљу изласка из садашње економске кризе земље примјењују различите мјере економске политике. На почетку ширења кризе нагласак је био на мјерама фискалне политике, те мјерама монетарне политике у домену смањивања референтне каматне стопе. Како су се исцрпљивали потенцијални позитивни ефекти смањења референтне каматне стопе на привредни опоравак, јер су каматне стопе биле ниске, или практично нулте, политика девизног курса, у последњем периоду, може да представља шансу за бржи опоравак националних економија. Наиме, депресијацијом своје валуте земље имају могућност да повећају тражњу за својим производима јер постају ценовно конкурентнији. Али, уколико једна земља изврши конкурентску девалвацију, може се очекивати да земље чији је платни биланс угрожен, односно њени трговински партнери примјене сличне контрамјере. Што је земља која проводи политику депресијације већа и повезана са остатком свијета, већи је број земаља који је погођен таквом политиком, те контрамјере погођених земаља могу доведу до рата валута.

Питање конкурентских депресијација (девалвација) националних валута и са тим уско повезано питање огромних глобалних трговинских дебаланса, тренутно су можда и најактуелније теме у међународним економским односима. Сједињене Америчке Државе (САД) као највећа економска сила данашњице, и, истовремено, земља која се суочава са највећим дефицитом текућег биланса, оптужује Кину, највећег свјетског извозника, да користи политику потцијењене валуте у циљу подстицања свог извоза, чиме доприноси повећању свјетских трговинских дебаланса. Истовремено, САД повећава количину домаће валуте у оптицају, што ће резултирати притисцима

на депресијацију долара. При том америчка страна наводи да се ради о мјери чији циљ није одмазда за потцијењену кинеску валуту, него повећање свјетске ликвидности. Такође, у неким круговима присутне су и шпекулације о томе да је споро и недоследно реаговање европских земаља приликом финансијске помоћи Грчкој имало за циљ намјерно слабљење евра, од чега највеће користи има Њемачка као најјутицијнија земља у европској Економској и монетарној унији (ЕМУ),¹ и, истовремено, највећи свјетски извозник послије Кине.

У овом раду настојаћемо да пронађемо одговор на питање да ли, и у којим облицима земље користе политику слабљења, односно политику потцијењене валуте као један од инструмената бржег изласка из садашње економске кризе. Такође, покушаћемо да утврдимо узроке конкурентских девалвација и последице које конкурентске девалвације могу имати на функционисање међународног монетарног система.

Како би дали одговор на питање постављено у проблему истраживања, анализираћемо кретање девизног курса и текућег рачуна платног биланса појединих земаља како бисмо утврдили узрочно-последичну везу између ове двије економске варијабле. Такође, сагледаћемо утицај мјера економске политике које су поменуте земље предузимале током садашње економске кризе на девизни курс, чиме ћемо доћи до одговора о постојању и облицима намјерног слабљења, односно одржавања домаће валуте потцијењеном, у циљу стимулисања извоза.

1. Појам конкурентских девалвација и рата валута у савременим условима

Када земља девалвира (депрсеира) своју валуту како би повећала међународну конкурентност, таква девалвација се дефинише као конкурентска девалвација (енг. *competitive devaluation*). Конкурентском девалвацијом своје валуте земље повећавају тражњу за својим производима који постају цјеновно конкурентнији. Међутим, уколико једна земља изврши компетитивну девалвацију, може се очекивати да земље чији је платни биланс угрожен, односно њени трговин-

¹ У наставку рада, скраћеница ЕМУ означаваће увијек европску Економску и монетарну унију

ски партнери примјене сличне контрамјере, неутралишући на тај начин почетну девалвацију. На крају, конкурентивне девалвације доводе до рата валута (енг. *currency war*) који може да узрокује појачану примјену трговинског протекционизма, смањење свјетске трговине, те успоравање економске активности земаља. Општеприхваћен став економске теорије, који је потврђен и кроз функционисање међународног монетарног система јесте да „рат валута”² у коначници ни једној страни не доноси користи. Нарочито у садашњим условима, када земље настоје да преовладају посљедице економске кризе, избјегавање рата валута је, чини се, неопходно.

Синтагму *рат валута* први је, у контексту тренутних збивања, јавно употребио бразилски министар финансија Гуидо Мантенга (Guido Mantega) у септембру 2010. године. Он је тада у свом говору упозорио да се свијет налази у опасности од рата валута који даље пријети да узрокује погубнији трговински рат међу земљама³. У свом говору, Мантенга је артикулисао став који ни један званичник до тада није јавно изнио, а то је да све више земаља настоје да путем слабења националних валута учине своје привреде цјеновно конкурентнијим. На ову изјаву бразилског министра, гувернер Европске централне банке Жан Клод-Трише (Jean-Claude Trichet) реаговао је изјавом да описивање тренутне ситуације по овом питању више представља семантичку игру, те да се објективна ситуација не би могла представити термином рат валута⁴. Међутим, у неким својим другим изјавама исти гувернер упозорава да постоје валуте које су далеко испод својих „реалних” вриједности, мислећи при том, наравно, на Кину. Истина је да рат валута није ескалирао у оној мјери у којој се то десило током Велике депресије 30-их година прошлог вијека. Међутим, иако можда рат валута није отворено ескалирао, чињеница је да националне валуте, односно политика девизног курса,

² У економској литератури термин „рат валута” се још увијек није одомаћио, а и када се употребљава, то се често чини са наводницима. Како је рат валута резултат извршених конкурентивних девалвација, понекад се ови термини у раду користе као синоними.

³ The Telegraph, објављено 28. септембра 2010. године (преузето 1. децембра 2010. године) <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/8029560/Brazil-warns-of-world-currency-war.html>

⁴ News KF, објављено 15. децембар 2010. године (преузето 15. децембра 2010. године) <http://newskf.com/the-currency-war/11754/>

представља један од битних инструмената економске политике земаља, а то се нарочито односи на период од избијања текуће економске кризе⁵. Да је питање рата валута заста у фокусу интересовања свих земаља, говори и то да су задња два самита челника Групе Г20 била у великој мјери посвећена овој проблематици. Један од закључака декларације са самита, који је у јуну 2010. године одржан у Торонту, било је и то да се обезбиједи „већа флексибилност девизних курсева како би се омогућило рефлектовање економских фундамената. Тржишно оријентисани девизни курсеви који рефлектују економске фундаменте доприносе глобалној економској стабилности”⁶. Ово се, прије свега, односило на кинеску валуту, коју су Кинези поново везали за долар због бојазни да би превелика апресијација јуана могла да буде погубна по кинеску економију. Тензије о питању односа америчког долара и кинеског јуана предмет су спора САД и Кине већ дужи период, што ће бити детаљно анализирано касније у раду. Експлицитнији закључци о питању рата валута изнијети су након самита у Сеулу, који је одржан у новембру 2010. године. Тада је, осим закључка да земље треба да препусте девизне курсеве тржишном одређивању, закључено и да земље треба да се уздрже од конкурентских девалвација⁷.

Најочитија мјера која има за циљ депресијацију националне валуте, или заустављање њене апресијације су интервенције на девизном тржишту централне банке. Капиталне контроле такође представљају „ригидан” инструмент путем којег се жели контролисати вриједност неке валуте. Међутим, осим ових најочљивијих инструмента, мјере конкурентских девалвација, односно депресијација укључивале би и све оне мјере које директно или индиректно могу да остваре притисак на неку валуту да депресира. Једна од таквих мјера јесте и повећање новчане масе путем операција на отвореном тржишту (енг. quantitative easing). Ова мјера, у оквирима националне економије, има за циљ обарање каматних стопа путем повећања ликвидности, а

⁵ Сличност „рата валута” данас и за вријеме Велике депресије јесте управо то што се притисци на слабљења валута појачани управо у условима економских криза.

⁶ Декларација Г20 са самита у Торонту (G20 Toronto Summit Declaration, 26-27 June 2010) http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20_declaration_en.pdf

⁷ Декларација Г20 са самита у Сеулу (G20 Seoul Summit Leader's Declaration, 11-12 November 2010)

http://media.seoulsummit.kr/contents/dlobo/E1_Seoul_Summit_Leaders_Declaration.pdf

коначни циљ јесте да се путем нижих каматних стопа стимулише економска активност. Међутим, у међународним оквирима, оваква мјера, уколико се ради о свјетској валути, обично доводи до њене депресијације.⁸ Још једна мјера, која би се могла подвести под мјеру компетитивних девалвација, јесте константно одржавање валуте на одређеној циљано ниској вриједности у сврху стимулисања извоза.

У посљедње вријеме могли су се уочити примјери кориштења сваке од наведених мјера. Јапан, Швајцарска и Јужна Кореја били су у групи земаља које су у значајнијем обиму интервенисали на девизном тржишту у циљу слабљења или спречавања јачања својих валута. У новембру САД су најавиле други круг мјера лабављења новчане масе (енг. quantitative easing) у износу од 600 милијарди долара, што је од стране других земаља оцијењено као начин да се изврше притисци на слабљење долара. Због бојазни да ће због виших каматних стопа у земље у развоју и земље у успону доћи до великог прилива, прије свега шпекулативног капитала, неке од њих су, међу којима су економски најзначајније Бразил, Тајланд и Индонезија, примијениле мјере капиталних контрола, као што су више стопе опорезивања странаца приликом куповине домаћих обвезница, или више стопе пореза на капиталну добит остварену куповином домаћих обвезница. Што се тиче мјера које за циљ имају константно одржавање валуте на одређеној циљано ниској вриједности у сврху стимулисања извоза, ту се прије свега мисли на Кину. Огроман трговински дебаланс између Сједињених Држава и Кине, којег многи економисти вежу за потцијењеност јуана, основни је узрок спора између ове двије земље. Када је у питању еврозона и њена јединствена валута евро, споро и недоследно реаговање европских земаља приликом рјешавања дужничких криза у њеним „периферним” земљама постаје предмет економске дебате. Иако ове земље још увијек немају економски значај да угрозе постојање еврозоне и евра, споро реаговање приликом до-

⁸ Ниже каматне стопе у једној земљи доводе до одлива капитала у друге земље гдје су приноси већи; повећавајући понуду валуте која носи мање приносе, односно повећавајући тражњу за валутама које носе већи принос, долази до слабљења валуте земље у којој је дошло до опадања каматних стопа. Објашњење може да тече и овако: амерички инвеститори који продају ФЕД-у обвезнице тежиће да диверзификују доларе које добију од ФЕД-а. Један од начина диверзификације јесте да купују стране акције и обвезнице што повећава тражњу за другим валута а тако и њихову вриједност, односно смањује се вриједност долара.

ношења одлуке о пакету помоћи овим земљама доприноси значајном слабљењу евра. Шпекулише се да највеће користи од споре реакције има Њемачка као најутицајнија земља еврозоне и, истовремено, највећи свјетски извозник послјије Кине, због слабљења евра.

Као што смо из претходних примјера видјели, постоји оправдан разлог да се постави питање: колико је свјетска економија данас угрожена од некоординисаних акција земаља приликом провођења разних мјера конкурентских девалвација? Иако постоји слагање о питању негативних посљедица рата валута, став економиста о томе колико се свијет данас заиста налази у опасности од ескалирања рата валута није јединствен. Стога је неопходно да анализирајући узроке мјера и саме мјере које проводе економски најзначајније привреде, чије су валуте, у ствари, најзначајније валуте у међународном монетарном систему, утврдимо и дамо свој став о томе да ли је опоравак од кризе заиста угрожен од потенцијалних негативних ефеката конкурентских девалвација.

Због улоге долара у међународном монетарном систему, наредни дио рада посвећен је анализи трговинског дефицита САД, те односу долара са другим валутама и то првенствено са кинеским јуаном.

2. Неслагање Сједињених Америчких Држава и Кине о вриједности јуана и међусобном трговинском дебалансу

Уколико узмемо у обзир број земаља које су оствариле суфиците текућег рачуна, с једне, и број земаља које су оствариле дефиците с друге стране, те њихово учешће у БДП-у земље, високи дебаланси у међународној трговини који су данас предмет озбиљне економске дебате постају евидентни. Као што је познато, уколико једна земља оствари суфицит текућег рачуна, друге земље су суочене са платнобилансним потешкоћама. Земља која је суочена са платнобилансним дефицитом, исти не може константно да акумулира, јер се, у крајњој инстанци, суочава са проблемом презадужености. Једина опција која јој на дуги рок стоји на располагању јесте да утврди узроке платнобилансног дефицита, те да њиховим рјешавањем створи претпоставке за дугорочно одржив раст.

Неријетко земље које имају константно високе суфиците текућег рачуна бивају критиковане за нелојалну конкуренцију, оправдано или неоправдано, од стране земаља које имају дефицит текућег рачу-

на. Поред оптужби за наметање царинских и нецаринских баријера, критике се често односе и на политику девизног курса. Познато је да депресијација девизног курса или његова потцијењеност може да буде значајан извор цјеновне конкурентности за земљу. Такође, и ако се домаћа валута мјерама монетарне политике одржава потцијењеном, земља таквом политиком обезбјеђује тражњу за домаћим производима на вишем нивоу у односу на ниво који би постојао да потцијењеност валуте не постоји. У оба случаја исход је суфицит текућег рачуна једне земље (или групе земаља у случају валутне уније) са потцијењеном валутом и дефицит земаља који представљају њене спољнотрговинске партнере. На тај начин, земље са платнобилансним тешкоћама често покушавају да ријеше проблем дефицита вршећи притисак на земљу са којом остварује највећи спољнотрговински дефицит да изврши, односно да дозволи апресијацију валуте.

Огроман трговински дефицит САД, у којем најзначајније мјесто заузима дефицит са Кином, представља један од главних узрока због којег се свијет и налази у опасности од избијања рата валута. Разлог је то што трговински дефицит Сједињених Држава према мишљењу кинеских економиста и званичника, представља одраз структурних економских проблема америчке привреде. С друге стране, према мишљењу неких од најутицајнијих америчких научника, најважнији узрок трговинског дефицита САД потцијењен јуан. Стога је од изузетног значаја да у оквиру теме овог рада анализирамо не само мјере конкурентских депресијација које земље чине у циљу стимулсања извоза, него и узроке који до тога доводе. У том смислу, управо је анализа трговинског дефицита САД, поготово оног дијела који она остварује са Кином, од суштинског значаја за садашња и будућа кретања долара у односу на друге свјетске валуте, а нарочито кинески јуан.

У посљедњој деценији 20. вијека свједоци смо интензивне економске расправе између Кине и САД: земље која од 2005. године остварује највећи суфицит текућег рачуна, и земље која у посљедњих неколико деценија важи за земљу са највећим дефицитом текућег рачуна на свијету. Оптужбе су упућене из академских и политичких кругова у Америци према кинеским властима, који сматрају да је узрок америчког платнобилансног дефицита потцијењени јуан. Према тврдњама Фреда Бергстена (Fred Bergsten), директора Петерсон института за међународну економију, ефективни курс јуана је потцијењен за

око 25%, док је потцијењеност у односу на долар око 40%. У потцијењеној кинеској валути он види главни узрок дефицита текућег биланса САД, те оптужује Кину да манипулише девизним курсом (енг. *currency manipulator*) у циљу стварања јаче конкурентске позиције за своје произвођаче. Такође, он предлаже стратегију за вршење притиска на Кину да ревалвира јуан, која би се састојала од лобирања осталих, пре свих, европских земаља да се укључе у „акцију” против Кине, како на билатералном нивоу, тако и кроз Међународни монетарни фонд и Свјетску трговинску организацију. Уколико би стратегија дала успјеха, његово мишљење је да би се тиме смањио годишњи дефицит текућег рачуна САД између 100-150 милијарди долара и отворило између 0,6 и 1,2 милиона нових радних мјеста у САД.⁹ Слично мишљење дијели и низ других истакнутих економиста као што су Вилјам Р. Клајн (William R. Cline)¹⁰ и Пол Кругман (Paul Krugman).¹¹

Сасвим сигурно је да ставови овако значајних економиста имају своју тежину у смислу утицаја на заузимање става власти САД према Кини и њеној монетарној политици. Заузимање гледишта према коме Кина представља манипулатора и кривца за мањи број радних мјеста у САД ствара амбијент који захтијева одмазду у виду повећања количине долара у оптицају и депресијације курса долара. Оваква мјера је већ најављена од стране Федералних резерви, али не као мјера чији је циљ одмазда за „манипулацију” девизним курсом од стране Кине, већ је скривена изговором да је њен искључиви циљ повећање ликвидности. Дакле, иако имамо догађаје који указују на опасност од валутног рата, односно конкурентских девалвација, ипак су овакви догађаји ријетки и „скривени” да би могли да тврдимо да је валутни рат ескалирао. Међутим, амбијент који ствара Америка по овом питању није нимало безопасан. Тражење изговора за властите проблеме, као што је хронични дефицит текућег рачуна, може да доведе до несмотрених потеза америчких власти и контра реакције Кине, што може да доведе до валутног рата. У наставку ћемо показати да дефи-

⁹ Bergsten, F.: Correcting the Chinese exchange rate: an action plan, *The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law*, Centre for Economic Policy Research, April 2010., стр. 9-14.

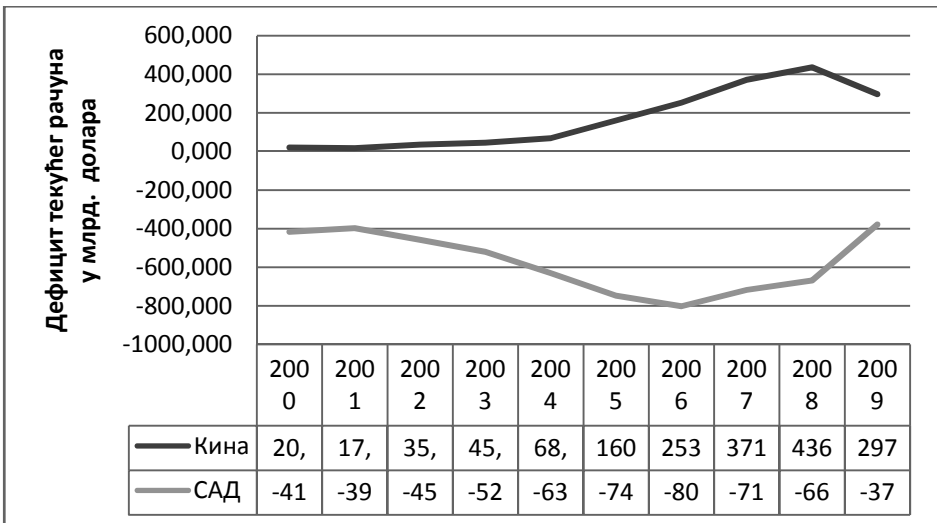
¹⁰ Cline R. W.: *Renminbi Undervaluation, China's Surplus, and the US Trade Deficit*, Peterson Institute for International Economics, Number PB10-20, August 2010.

¹¹ Официјелни блог Пола Кругмана, *The conscience of liberal*
<http://krugman.blogs.nytimes.com/>

цит текућег рачуна није резултат економске политике Кине, већ економске политике САД. Свакако да земља, у овом случају Кина, може потцијењеном валутом да утиче на конкурентност извоза, међутим, да ли је јачање јуана може да значајно коригује дефицит текућег рачуна Сједињених Држава. До дјелимичног одговора на постављено питање можемо да пронађемо једноставно поређењем стања текућег рачуна и девизног курса ове двије земље.

На следећој табели и графикону дат је преглед стања текућег рачуна поменутих земаља у последњих десет година, откада поменута расправа постаје актуелна:

Графикон бр. 1: Стање текућег рачуна САД-а и Кине (у милијардама USD)



Извор: World Economic Outlook (WEO), октобар 2010. и калкулације аутора.

Као што је из претходне табеле видљиво, дефицити текућег рачуна САД нису никаква новост, они су константни у посматраном периоду. Сједињене Државе су задњи пут оствариле суфицит текућег рачуна још давне 1991. године, тек 2,895 милијарди долара. Уколико је монетарна политика у Кини одговорна за значајан дио дефицита текућег рачуна, поставља се питање: чија политика је одговорна за дефиците до времена када су суфицити Кине били безначајни у односу на дефицит САД? Наиме, у посматраном периоду, 2000-2009. година, САД је остварио кумулативни дефицит текућег рачуна у износу од 5.738,37 милијарди долара, док је Кина остварила суфицит у износу од 1.707 милијарди долара. У табели бр. 1 дат је укупан дефи-

цит САД као и укупан дефицит који је остварен са Кином. Из табеле је видљиво да је учешће дефицита који је остварен са Кином у укупном дефициту у 2000. години било тек 21,14%, док 2009. године наведено учешће износи чак 69,67%.

Табела бр. 1: Учешће дефицита текућег рачуна САД са Кином у укупном дефициту САД (у милијардама USD)

Година	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Дефицит са Кином	-88,03	-88,64	-109,88	-131,82	-172,28	-219,10	-260,98	-294,90	-307,74	-263,64
Укупан дефицит	-416,38	-397,15	-458,07	-520,68	-630,49	-747,59	-802,64	-718,09	-668,86	-378,43
Учешће	21,14%	22,32%	23,99%	25,32%	27,32%	29,31%	32,52%	41,07%	46,01%	69,67%

Извор: http://www.bea.gov/international/bp_web, <http://www.usgovernmentspending.com> и калкулације аутора.

Површним прегледом наведених показатеља могло би се закључити да су оптужбе Америке везане за потцијењеност јуана оправдане с обзиром на нагли раст учешћа дефицита текућег рачуна са Кином у укупном дефициту. Ипак, да би донијели закључак да је потцијењеност јуана „кривац“ за дефицит текућег рачуна САД, неопходно је сагледати кретање номиналног и реалног курса јуана. Уколико утврдимо да је у посматраном периоду курс јуана реално депресирано, моћи ћемо да закључимо да је кретање курса јуана утицао на тренд повећања учешће дефицита текућег рачуна са Кином у укупном дефициту САД.

Из наредне табеле, у којој је приказано кретање курса долара у односу на јуан, видљив је пад како номиналног тако и реалног индекса девизног курса, што указује на апресијацију јуана, мада индекс номиналног девизног курса указује на значајнију номиналну апресијацију у односу на реалну. Разлог је већа инфлација у САД у односу на Кину у посматраном периоду. Познато је да, уколико претпоставимо да је номинални курс константан, реални девизни курс јуана депресирано уколико је стопа инфлације у САД већа од стопе инфлације у Кини. Додуше, у посматраном периоду реални девизни курс јуана није депресирано, али је већа инфлација у Сједињеним Државама донекле кориговала утицај апресијације номиналног курса јуана на апресијацију реалног девизног курса.

Табела бр. 2: Кретање билатералног курса долара у односу на јуан у и промјене цијена у Кини и САД (1999. година базна)

Година	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Курс јуана изражен у долларима	8,2783	8,277	8,277	8,277	8,2767	8,1825	7,9601	7,5811	6,9253	6,8314
Индекс промјене номиналног курса јуана	100,00	99,98	99,98	99,98	99,98	98,84	96,16	91,58	83,66	82,52
Инфлација у Кини у %	0,4	0,725	-0,767	1,167	3,9	1,817	1,467	4,767	5,9	-0,693
Инфлација у САД у %	3,367	2,817	1,596	2,298	2,668	3,366	3,218	2,87	3,816	-0,324
Индекс цијена у Кини	100,40	101,13	100,35	101,52	105,48	107,40	108,97	114,17	120,91	120,07
Индекс цијена у САД-у	103,37	106,28	107,98	110,46	113,40	117,22	120,99	124,47	129,21	128,80
Реални девизни курс јуана	8,52	8,70	8,91	9,01	8,90	8,93	8,84	8,26	7,40	7,33
Кретање реалног девизног курса јуана	0,67	-2,02	-2,33	-1,11	1,20	-0,36	1,05	6,94	11,67	1,00
Индекс реалног девизног курса	99,34	101,38	103,80	104,96	103,71	104,09	103,01	96,33	86,26	85,41

Извор: <http://www.chinability.com/Rmb.htm>; World Economic Outlook (WEO), октобар 2010. и калкулације аутора

Као што смо претходно истакли, ако је вриједност јуана, према тврдњама америчких власти, један од главних узрока њиховог дефицита, логично је за очекивати да се дефицит са Кином у том периоду смањује с обзиром на значајну ап्रेसијацију јуана. Напротив, из табеле бр. 1 можемо примијетити да учешће дефицита текућег рачуна са Кином у периоду 2005-2009. година значајно расте иако је јуан реално апресирао за око 20% (пад индекса означава апресијацију). Дакле, имамо сасвим неочекивани смјер кретања посматраних економских варијабли, девизног курса и дефицита текућег рачуна. Иако се може очекивати да због раста вриједности јуана САД побољшава своју спољнотрговинску позицију са Кином, ствари се крећу у обрнутом смјеру: дефицит текућег рачуна са Кином постаје све значајнији. Како емпиријски подаци указују, кориговањем девизног курса јуана није могуће ријешити проблем дефицита текућег биланса САД.

Ипак, не можемо тврдити да дефицит са Кином не би био већи да јуан није апресирао, али ипак можемо тврдити да нагла депресијација јуана не би ријешила структурни проблем САД. Вјероватно је бољи начин за то мања потрошња америчког становништва, а 2009. година је најбољи доказ за ову тврдњу. Наиме, у 2009. години, због рецесије која је погодила САД па и читав свијет, Американци су смањили потрошњу, што је довело до тога да се дефицит текућег рачуна скоро

упола смањи. Могло би се рећи да текућа криза представља шансу да се дисциплинује потрошња Американаца и ријеши дугогодишњи проблем дефицита. Притисци на Кину да ојача јуан могу олакшати процес, али пуштање додатне количине долара од 600 милијарди до краја трећег квартала 2011. године, како су објавиле САД, у циљу депресијације курса долара и стимулисања извоза, могло би утицати да Кина проведе контрамјере и спријечи даље јачање јуана. Иако САД наводи да циљ најављене мјере није слабљење долара, већ бржи опоравак посустале економије и брже рјешење проблема незапослености, сигурно је да повећање количине долара у оптицају има скривени циљ да депресира долар и да се тако помогне америчким произвођачима. Такав сценарио догађаја би вјероватно, не само погоршао стање дефицита текућег рачуна, него и проузроковао пораст неизвјесности у међународним плаћањима због контрамјера које би вјероватно услиједиле, смањење свјетске трговине и инвестиција.

Дакле, анализа емпиријских података указује да дефицит текућег рачуна Америке није узрокован кретањем курса јуана. Дефицит представља структурни дугорочни проблем Сједињених Држава, а оптужбе упућене на рачун Кине представљају покушај да се испроба већ провјерена стратегија са Јапаном током 70-их и 80-их година 20. вијека. Познато нам је да је Јапан тада подлегао притисцима и нагло ревалвирао јен. Резултат нагле ревалвације јена није било трајно рјешавање проблема дефицита текућег рачуна САД. Он је побољшан само на кратко. „Оно што је трајно постигнуто јесте уништавање јапанске економије, која од тада није значајније расла - Јапанци су период нагле апресијације јена назвали губитком декаде, а из данашње перспективе то постаје губитак генерације”.¹² Исти сценарио би се десио и уколико би Кина нагло ревалвирала јуан, с обзиром са слиједи извозно оријентисану стратегију раста као и Јапан. Ову тврдњу подупиру и истраживања које је провео Јозеф Франкоис (Joseph Francois), професор са Универзитета у Линцу. Његова истраживања су показала да би једнократна ревалвација јуана за 5% довела у равнотежу текући рачун Кине, док би за неутралисање суфицита са Кином било потребно извршити ревалвацију јуана за 15%. У крај-

¹² Wyplosz, C.: Is an undervalued renminbi the source of global imbalances?, The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law, Centre for Economic Policy Research, April 2010.

њој инстанци, до повећања броја радних мјеста у Америци не би уопште дошло. Разлог лежи у структури увоза из Кине у којој преовлађују компоненте које су инпут за производњу извозних финалних производа САД. Ревалвација јуана би покупила компоненте које се увозе из Кине, повећала трошкове америчких фирми и смањила амерички извоз. Једном речју: погоршала би односе размјене САД.¹³ Дакле, Кина је само у свјетском извозу заузела мјесто Јапана, а становници Америке су само наставили да троше изнад могућности, купујући овај пут кинеске производе умјесто јапанских. Трајно рјешење америчког дефицита јесте штедња америчких грађана и државе, односно мањи дефицит буџета САД, у којима леже неки од узрока платнобилансног проблема.

3. Монетарна политика Сједињених Америчких Држава и курс јуана

Упркос томе што је и велики број америчких научника и политичких ауторитета свјестан ових чињеница, Американци настављају да мјерама попут „упумпавања” новца, односно повећања ликвидности допринесу проблему рјешења свог дефицита. Наиме, америчке Федералне резерве (ФЕД) су у августу најавиле припрему плана другог круга монетарног лабављења (енг. quantitative easing 2- QE2¹⁴), док су детаљи плана изнијети почетком новембра 2010. године. ФЕД ће до краја треће четвртине 2011. године, купити 600 милијарди долара дугорочних трезорских обвезница (енг. long-term treasuries), док ће додатних 300 милијарди долара бити усмјерено у реинвестирање на основу раније издатих обвезница. Тако укупна сума додатног повећања ликвидности износи око 900 милијарди долара. Циљ ових мјера, према званичном ставу САД, јесте бржи опоравак посустале економије и брже рјешење проблема незапослености. Међутим, ова мјера у међународним оквирима није дочекана са добродошлицом. Иако би свјетским извозницима сигурно одговарао брз опоравак америчке привреде јер су САД највећи потрошачи њихових извозних

¹³ Francois, J.: Deconstructing Sino-US codependence: revaluation, tariffs, exports and jobs, The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law, Centre for Economic Policy Research, April 2010.

¹⁴ Ово 2 се односи на други круг ових мјера да би се разликовале од оног првог

добара, управо су они највише критиковали мјере „монетарног лабављења 2” (QE2). Наиме, први који су отворено и помало жустро критиковали ове мјере били су њемачки, кинески, бразилски и званичници Јужне Африке. Наравно, њихове критике биле су упућене због бојазни да ће мјере квантитативног лабављења довести до депресијације долара, што ће посљедично погодити њихов извоз у Америку. Такође, критика се односила на то да САД оваквим мјерама које ће штетити другима, поткопава дух мултилатеризма у циљу бржег опоравка: оно што је на састанцима Г20 стално наглашавано¹⁵.

У контексту теме коју ми изучавамо, а то су конкурентске девалвације, очито је да се и за САД може слободно рећи да представљају једног од учесника у рату валута. Овим најновијим мјерама монетарног лабављења, за које смо раније рекли да спадају у једну од мјера конкурентских девалвација, САД су се укључиле у трку снижавања вриједности своје националне валуте. Ова чињеница и те како је битна јер вриједност долара, као најзначајније свјетске валуте, има импликације на све остале свјетске валуте.

Међутим, с обзиром да је највећи износ дефицита САД настаје у трговинским везама са Кином, ми ћемо се управо осврнути на однос ове двије валуте, односно анализираћемо какве евентуалне импликације последње мјере Федералних резерви (енг. Federal Reserve, ФЕД) имају на кретање односа између долара и јуана. Као што смо претходно рекли, упумпавање додатне количине долара од 600 милијарди до средине 2011. године, које као један од циљева има и депресијацију долара, те стимулисања извоза, могло би утицати да Кина проведе контрамјере и спријечи даље јачање јуана. Ипак, ствари поводом курса долара и јуана су сложеније. Ово из разлога што се однос долара и јуана не утврђује на девизном тржишту, тј. због чињенице да је Народна банка Кине та која директно контролише вриједност јуана и то везујући његов курс са доларом.

Интересантан став по овом питању пружио је познати амерички економиста и професор на Харварду Мартин Фелштајн (Martin Feldstein). Наиме, он сматра да је тачно то да ће мјере монетарног лабављења допринијети депресијацијским притисцима на долар, што се десило одмах након објављивања плана ових мјера. Али, долар ће

¹⁵ BBC News, објављено 5. новембра 2010. године (преузето 11. децембра 2010. године) <http://www.bbc.co.uk/news/business-11697483>

депресирати у односу на валуте које имају флукутирајући девизни курс, односно које у односу на долар флукутирају (евро, јен, фунта, франак, реал, итд.). Како смо објаснили у уводном разматрању рада, раст вриједности других валута у односу на долар, узрокован мјерама „монетарног лабављења 2”, резултат је сељења капитала из САД на друга тржишта што повећава вриједност валута земаља у које се капитал из Америке сели. Имајући у виду да у Кини постоји само ограничена могућност конвертибилности капиталних трансакција, вриједност јуана у односу на долар, по овом механизму, не може да порасте. Познато је да је Народна банка Кине та која одређује девизни курс јуана у односу на долар. Професор Фелштајн стога оправдано поставља питање: како ће мјере монетарног лабављења утицати на однос долара и јуана с обзиром да Кинези држе јуан везан за долар. Како је јуан везан за долар, а очекује се депресијација долара у односу на друге свјетске валуте, то значи да ће и јуан слабити у односу на те валуте. Стога ће пондерисана вриједност јуана, односно ефективна вриједност јуана (енг. trade-weighted) на крају опасти, нарочито у односу на валуте других брзорастућих привреда у односу на које је долар ослабио у посљедњем периоду. Поента је у томе да мјере монетарног лабављења имају позитивне ефекте и на Кину и на САД. С једне стране, како је везан за долар, јуан је ефективно депресирао у односу на валуте осталих спољнотрговинских партнера, јер је долар депресирао у односу на друге валуте са флукутирајућим курсом. С друге стране, то је дало простора Кинезима да дозволе апресијацију (или боље речено ревалвацију) јуана у односу на долар. Наиме, у јуну 2010. године, Кинези су најавили да ће дозволити постепене апресијације јуана и од тада је јуан ојачао у односу на долар у износу од 3,1%. Професор Фелштајн дозвољавање ове апресијације сматра управо резултатом мјера монетарног лабављења које доводе до слабљења долара у односу на друге валуте (осим јуана). Дакле, није само у америчком интересу да јуан апресира у односу на долар, већ и у кинеском. Наиме, јачи јуан помогао би контролисању инфлационих притисака у Кини, а такође би довео до реалног повећања прихода кинеских домаћинстава снижавајући цијене увозних добара. Према Фелштајну „очит циљ мјера монетарног лабављења 2 јесте даља апресијација јуана у односу на долар, циљ који је у интересу не само

Америке него и Кине. Али, не очекујте од званичника САД да тај циљ јавно прокламују, нити од званичника Кине да се јавно захвале на томе¹⁶.

Могуће потврде ставова професора Фелштајна, да између Америке и Кине можда постоји неки вид заједничких интереса о питању односа долара и јуана, појавиле су се након састанка Г20 у новембру. Наиме, на том састанку, као што смо споменули у уводу, само је оквирно наведено да земље треба да се уздрже од конкурентских девалвација. Међутим, у медијима су се појавиле шпекулације да су САД и Кина „иза сцене” постигле билатерални договор о постепеној ап्रेसијацији јуана у односу на долар у износу од 7,8% на годишњој основи. Ово би у петогодишњем периоду износило 40 процената, чак више од износа како амерички научници оцјењују садашњу потцијењеност јуана.

Било ово истина или не, сигурно је да Кина неће допустити наглу ап्रेसијацију јуана у односу на долар. Сигурно је и то да ће амерички трговински дефицит са Кином потрајати и у наредном средњорочном периоду. Такође, основни кривац за овај дефицит није само потцијењени јуан. У том смислу, америчка привреда се мора окренути рјешавању проблема у реалном сектору своје привреде уколико жели да поврати њену конкурентност. Мало је времена остало у којем ће САД моћи „притискати” Кину да ревалвира јуан. Када економска моћ Кине премаши америчку, ствари ће одвијати другачије. То је већ и сада очито. Што прије Американци схвате да рјешење проблема није само у слабом долару, то боље по њих.

4. Еврозона - посматрач или учесник у рату валута?

У контексту теме конкурентских девалвација, еврозона је са својом јединственом валутом евро, на први поглед остала изван ових дешавања. Упркос томе, од када је актуелно питање рата валута, евро је највише депресирао у односу на друге важније валуте. Због овога, али и због улоге евра у међународном монетарном систему, неопходна је анализа кретања његове вриједности и економских фундамената на којима је заснован.

¹⁶ Feldstein, M.: Quantitative Easing and the Renminbi, Project Syndicate, објављено 26. новембра 2010. године (преузето 20. децембра 2010. године) <http://www.project-syndicate.org/commentary/feldstein30/English>

Јединствена европска валута уведена је 2002. године и од тада до данас 16 земаља Европске уније учествује у пројекту ЕМУ. Без намјере да дубље анализирамо да ли је ЕМУ оптимална валутна зона, евро је од увођења заузео улогу једне од водећих свјетских валута, односно заузима значајан обим у међународним трансакцијама и друга је најзначајнија резервна валута послје долара.

Евро је од свих водећих свјетских валута у 2010. години забиљежио највише стопе депресијације у односу на остале валуте (долар, јуан и јен). Вриједност евра је у 2009. години на дан 1. децембра износила 1,5074 долара, док је на исти дан 2010. године цијена евра у доларима износила 1,3115¹⁷. Најнижа вриједност евра у 2010. години забиљежена је 8. јуна 2010. године када је за један евро било потребно издвојити само 1,1942 долара. С обзиром на тему коју у овом раду изучавамо а то су конкурентске девалвације, у овом дијелу циљ нам је да анализирамо узроке који су довели до обимног опадања вриједности евра, односно да утврдимо да ли је пад вриједности евра резултат циљане политике девизног курса или је резултат неких других економско-политичких дешавања.

Позиција ЕМУ у смислу укључивања у трку „намјерног” снижавања вриједности евра изузетно је незахвална. Ово због тога што ЕМУ према теорији оптималног валутног подручја не представља оптимално валутно подручје¹⁸, те се слабљење евра често перцепира у јавности као резултат ове чињенице, односно доживљава се као одраз слабости економских фундамената на којима почива евро. С друге стране, за увођење и постојање неке валуте од суштинског значаја је питање ауторитета који стоји и гарантује за ту валуту. Питање ауторитета који стоји иза јединствене европске валуте веома је сложено. Стога је стабилност и повјерење у евро, не само економски него и политички осјетљиво питање. Слабљење евра можда је економски пожељно са становишта конкурентности, али политичке импликације могу да воде опадању повјерења у ауторитет који стоји иза евра. Због узрочно-последичне везе, опадање повјерења у ауторитет може да узрокује његово даље слабљење.

Управо овакву ситуацију имамо данас. Узрок значајног пада вриједности евра у овој години у односу на долар, али и у односу на све

¹⁷ Европска централна банка,

<http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>

¹⁸ Кругман, П., Обстфелд, М.: Међународна економија, Датастатус, Београд, 2009. година, стр. 582-587

друге валуте значајнијих трговинских партнера еврозоне, представља, прије свега, дужничка криза земаља једног броја чланица еврозоне. Ова дужничка криза изазвала је кризу неповјерења у евро. Од избијања дужничке кризе, честа тема економских анализа постају наслови попут „криза евра”, „евро у кризи”, „будућност евра”, „будућност еврозоне”, или још тенденциозније „пропаст евра”, „крај евра”¹⁹, итд.

Дужничке кризе земаља еврозоне, прије свега Грчке и Ирске, те проблеми јавних финансија и јавног дуга Шпаније, Португала и Италије, засигурно имају утицаја на кретања у реалној привреди еврозоне – изражено стопама раста друштвеног производа и стопама незапослености. Међутим, ми ћемо се у овом раду првенствено бавити анализом утицаја дужничке кризе у еврозони на кретање вриједности евра.

Пад вриједности евра и даљи депресијацијски притисци од новембра 2009. године, ка

о што можемо да видимо на графикону бр. 2, не случајно везују се за хронологију избијања грчке дужничке кризе.

Графикон бр. 2: Кретање номиналног ефективног курса евра у 2009. и 2010. години²⁰



Извор: Европска централна банка, <http://www.ecb.int/stats/exchange/effective/html/index.en.html>

¹⁹ The Economist: The end of the euro?, објављено 10. априла, 2010. године (преузето 1. децембра 2010. године)

http://www.economist.com/blogs/freexchange/2008/04/the_end_of_the_euro

²⁰ Као базни период у којем индекс номиналног ефективног курса износи 100, узима се први квартал 1999. године (1999 Q1 = 100)

Наиме, још у новембру 2009. нова социјалистичка влада Грчке објавила је да ће грчки дефицит буџета бити 12,7% друштвеног производа, што је износило два пута више од раније објављених лажирних података. Недуго затим, 8. децембра 2009. године, Fitch Ratings снизио је рејтинг Грчке на BBB+. Током цијелог децембра тема рејтинга грчких обавезница била је фактор утицаја на међувалутна кретања. Standard & Poor, друга рејтинг агенција, 16. децембра снижава рејтинг Грчке на BBB+ са А-, због мишљења да програм штедње нема изгледа да оствари значајније смањење јавног дуга. У фебруару 2010. године, лидери Европске уније сложили су се и обећали да ће помоћи Грчкој у рјешавању дужничке кризе, али ово је било недовољно да поврати повјерење на финансијска тржишта, с обзиром да европски званичници нису предложили неко конкретно рјешење. Тек у априлу 2010. године, министри финансија еврозоне чине прве конкретне кораке да умире тржиште одобравајући 30 милијарди евра помоћи Грчкој. У међувремену, мјере штедње које је су усвојене у Грчкој оцјењиване су као неспроводиве, те је Standard & Poor снизио кредитни рејтинг Грчке на џанк статус крајем априла 2010. године²¹. Такође, Грчка криза убрзала је ширење неповјерења поводом стања и у другим земљама еврозоне, прије свега Ирске, Португалу и Шпанији. Обимнија помоћ Грчкој договорена је тек почетком маја 2010. године. Тада су Европска унија (ЕУ) и Међународни монетарни фонд (ММФ) обезбиједили помоћ Грчкој у износу од 110 милијарди евра. Почетком маја уједно је успостављен и привремени програм помоћи за еврозону, Европски фонд за финансијску стабилност (енг. *European Financial Stability Facility, EFSF*) у износу од 750 милијарди евра, како би се спријечило ширење страха од дужничке кризе на друге земље, те како би се, према ријечима њемачке канцеларке Ангеле Меркел (Angela Merkel), дао јасан сигнал шпекулантима на девизном тржишту²².

Период од децембра 2009. године до јуна 2010. године, тако је био обиљежен страхом поводом рјешавања дужничког проблема Грчке. Ово се, како видимо с графика о кретању евра, и те како одразило на

²¹ BBC News, објављено 23. новембра 2010. године (преузето 17. децембра 2010. године) http://news.bbc.co.uk/2/hi/europe/country_profiles/1014812.stm

²² The Telegraph, објављено 8. маја 2010. године (преузето 22. децембра 2010. године) <http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/financialcrisis/7692853/Eurozone-leaders-agree-deal-to-stamp-out-Greek-debt-contagion.html>

његову вриједност. Сва дешавања везана за питање проблема кризе у Грчкој, подгријана сталним информацијама о питању дефицита буџета и јавних дугова других „периферних” земаља, одражавала су се на девизном тржишту, тј. на континуирано и обимом значајно опадање вриједности евра у односу на валуте трговинских партнера еврозоне. Најнижу вриједност евро је имао почетком јуна 2010. године када је индекс ефективне вриједности евра достигао вриједност 99,86 а цијена евра изражена у доларима износила је чак мање од 1,2 долара за евро. Међутим, након тога, долази до смиривања на девизном тржишту, усљед конкретних мјера помоћи Грчкој. У августу 2010. године одобрена је и друга транша из ЕУ/ММФ пакета помоћи, а на основу позитивних оцјена званичника ЕУ, Европске централне банке и ММФ-а о питању напора у провођењу мјера рјешавања дужничке кризе. До новембра 2010. године евро је у просјеку биљежио раст, са мање или више промјењивим кретањима, уз благи дневни пад и раст. Евро се у односу на долар до новембра 2010. године „поправио” када је на девизном тржишту цијена евра износила 1,4244 долара²³.

Шта се десило у новембру 2010. године? Крајем октобра 2010. године на самиту ЕУ, европски лидери договорили су да се у Лисабонски уговор уграде промјене везане за питање оснивања трајног механизма спасавања, који би замијенио до тада привремени програм помоћи од 750 милијарди евра који је обезбијеђен из средстава ЕУ буџета и ММФ-а (поменути European Financial Stability Facility – EFSF). Међутим, спорно питање, на основу којег су се појавиле несугласице између њемачке канцеларке Ангеле Меркел и предсједника Европске централне банке Жан-Клод Тришеа настале су због инсистирања њемачке канцеларке да би терет будућих спасавања, поред пореских обвезника који уплаћују средства у буџет, требало да снесе и приватни власници обвезница које је издала конкретна земља која је упала у тешкоће. Или директније, изјаве госпође Меркел односиле су се на став да будућа спасавања не би требало да снесе искључиво (њемачки) порески обвезници. Тежње њемачке али и француске стр-

²³ Европска централна банка,

<http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>

ане²⁴ да се питање будућег терета спасавања које би укључивало и приватне власнике обвезница (тзв. питање реструктурирања дугова) укључи у измјене текста Лисабонског уговора, довело је до тога да нагло порасте неповјерење у Ирску да неће успјети отплаћивати своје дугове. Од краја октобра 2010. разлика између приноса (енг. *spread*) на обвезнице ирске и њемачке владе почела је да се повећава, те је 11. новембра поменута разлика између десетогодишњих ирских и њемачких обавезница достигла највишу тачку од 6,65 процентних поена од како је евро уведен²⁵. Иако су ирски званичници током почетка новембра порицали да ће затражити помоћ Европске уније и ММФ-а, те да је Ирска способна да путем буџетских резова, без додатног задуживања обезбједи стабилност буџета, синтагма „ирска дужничка криза” била је већ увелико присутна у јавности. Ово је приморало ирског министра финансија да предложи својој влади да затражи финансијску помоћ Европске уније и ММФ-а. Финансијска помоћ Ирској одобрена је 28. новембра 2010. године на хитном састанку лидера Европске уније и износила је 85 милијарди евра (средства су обезбијеђена из привременог механизма помоћи EFSF, фондова ММФ-а, те од стране Велике Британије, Шведске и Данске)²⁶.

Погледајмо на графикону кретање евра у периоду од новембра који се поклапа са страхом од ескалирања ирске дужничке кризе. Примјећујемо да је од избијања ирске кризе евро нагло почео да пада, док је током децембра када је овај рад писан осцилирао између 1,3 (па и ниже) и 1,35 долара за евро. Како проблеми у Грчкој и Ирској нису ни изблиза ријешени, јер је упитно колико су у стварном животу проводљиве „мјере стезања каиша” (енг. *austerity measures*), подгријани проблемима Шпаније, Португала и Италије, предвиђање будућег кретања евра представља тежак задатак. Оно што је сигурно јесте да ће информације које буду долазиле о питању дужничких проблема ових земаља несумњиво утицати на будућа кретања евра.

²⁴ Овакав став њемачке канцеларке и француског предсједника договорен је 10-ак дана прије ЕУ самита на билатералном самиту Њемачке и Француске у француском обалном градићу Deauville у октобру 2010. године

²⁵ The Telegraph, објављено 22. новембра 2010. године (преузето 22. децембра 2010. године) <http://www.telegraph.co.uk/finance/financetopics/financialcrisis/8133611/Irish-debt-crisis-timeline.html>

²⁶ Irishtimes, објављено 28. новембра 2010. године (преузето 25. децембра 2010. године) <http://www.irishtimes.com/newspaper/breaking/2010/1128/breaking1.html>

Тешко је рећи којом брзином се могла и требала рјешавати дужничка криза периферних земаља еврозоне. Још је теже са сигурношћу тврдити да се намјерно одлагало рјешавање дужничке кризе која је узроковала депресијацијске притиске на евро. Међутим, неке изјаве званичника европских земаља само су подргријавале неповјерење у еврозону. Договор њемачке канцеларке Ангеле Меркел и француског предсједника Николаса Саркозија (Nicolas Sarkozy) с краја октобра о томе да приватни власници обвезница (поред пореских обвезника) треба да сnose трошкове будућих програма спасавања, приморала је ирску владу да затражи финансијску помоћ. Оваква изјава, по многим економистима нереална и неспроводива, имала је јаког утицаја на девизном тржишту. Сјетимо се кретања евра од почетка новембра 2010. године и његовог пада узрокованог кризом у Ирској.

Најновију потврду ових ставова налазимо у чињеници да су тек 17. децембра 2010. године европски лидери на самиту ЕУ договорили оснивање *трајног* механизма помоћи, чија би аутоматска намјена била помоћ земљама које западну у дужничке проблеме. Овај трајни механизам треба да замијени до сада привремени фонд који је формиран у мају 2010. године (поменути EFSF). На посљедњем самиту ЕУ је договорено да се у Лисабонски уговор уграде амандмани у члану 136 који ће се односити на оснивање трајног механизма помоћи. Овај механизам ће бити ефективан од 2013. године (када ће бити формиран нови седмогодишњи оквир буџета ЕУ). Нови трајни механизам помоћи, расположив од 2013. године, захтијеваће од приватних власника обвезница да сnose трошкове реструктурирања дугова, али на принципу „од случаја до случаја”. Међутим, како је предвиђено да трајни механизам помоћи буде расположив од 2013. године, остало је нејасно питање о начину реструктурирања дугова у *периоду до 2013. године*. У ствари, најпроблематичније питање је да ли ће приватни инвеститори сносити трошкове спасавања *до 2013. године* подгријава неповјерење учесника на финансијском тржишту у могућност враћања дугова задужених земаља. Договорени трајни механизам спасавања био је најмање што су очекивали од европских лидера. С обзиром да ни посљедњим договореним трајним механизмом помоћи није детаљније прецизирано до када и како ће се дугови земаља у тешкоћама рјешавати у неком догледном периоду, повјерење у еврозону и њену валуту наставља да слаби. Оваква спорост и недољедност, те раније непостојање, односно тек скорашње успоста-

вљање трајног механизма рјешавања дужничке кризе у периферним земљама еврозоне, сигурно је један од главних узрока сталне несигурности у евро што се одразило, а може се очекивати да се и даље одражава на опадање његове вриједности.

Оно што је за нас било интересантно да констатујемо у цијелој причи дужничке кризе у еврозони, јесте чињеница да *слабљење евра* узроковано кризом неповјерења у вези могућности рјешавања дужничких проблема у периферним земљама еврозоне, никог није разочарало. Напротив, став и економиста и привредника иде у том правцу да слабљење евра може да се и те како позитивно одрази на кретања у реалној економији еврозоне.

Пад вриједности евра током цијеле ове године није јединствен случај опадања вриједности неке валуте услед разних финансијских или других проблема са којима се суочава земља која стоји иза те валуте. Међутим, оно што је упитно у цијелој причи спречавања ширења дужничке кризе од стране европских институција, јесте питање: да ли се могло реаговати брже и енергичније? Оправдано је поставити питање на примјер: како је Грчка уопште могла да лажира податке о стању дефицита свог буџета? Изјава Оли Рена (Olli Rehn), европског комесара за економска и монетарна питања, из новембра 2010. године, да је евро због кризе у Грчкој и Ирској сада након константног опадања близу своје фундаменталне вриједности, јер је био прецизијен у односу на остале валуте током 2009. године, једноставно наводи на размишљање да се европским званичницима из неког разлога и није толико журило да енергичније рјешавају дужничке кризе у периферним европским земљама. Став уваженог професора Чарлса Виплоша (Charles Wyplosz) са Института за међународне студије у Женеви, по овом питању такође иде у корист тврдњи да депресијација евра може да буде корисна по кретања у реалној економији земаља еврозоне. Наиме, депресијацију евра Виплош види као веома пожељну. У интервјуу датом кинеској агенцији Ксинхуанет (енг. Xinhuanet) у мају 2010. године, Виплош је изјавио да се евро сада креће ка својим „нормалним” вриједностима²⁷. Често цитирани Виплошеви ставови односе се на изјаве да је депресијација евра веома добра вијест. Према његовом мишљењу, слаб евро може да спаси

²⁷ Xinhuanet, објављено 21. маја 2010. године (преузето 26. децембра 2010. године)
http://news.xinhuanet.com/english2010/indepth/2010-05/21/c_13308010_2.htm

еврозону од потпуне рецесије, Wyplosz сматра да је дугорочна фер вриједност евра између 1,1 и 1,2 долара за евро. С обзиром да је евро тренутно још увијек изнад ових вриједности²⁸, постоји доста простора за његово даље слабљење. Осим коментара о нормалној и фер вриједности евра, Виплош је предвидио и кретање евра око 1,2 долара до краја године²⁹.

У свјетлу користи од депресијације валуте по конкурентност извоза анализирајмо кретање њемачког извоза током 2010. године³⁰. Извоз Њемачке растао је по веома високим мјесечним стопама све до августа прошле године, што је било узроковано како растом свјетске потражње тако и слабим евром. Закључно са септембром 2010. раст извоза Њемачке забиљежио је вриједност од 22% у односу на исти мјесец претходне године.³¹ Осим извоза Њемачке, слаб евро помогао је и раст извоза Француске. Извоз Француске је закључно са септембром 2010. године, у односу на исти период 2009. године, порастао за 12%.³² Предсједник Федерације индустријалаца Француске сматра такође да је депресијација евра за француске произвођаче добра и да их чини конкурентнијим у односу на производе из Америке и брзорастућих привреда³³.

Слабљење евра, узроковано дужничком кризом, дочекано је са добродошлицом од стране привредника из европских земаља. Слаб евро представља један од фактора за стимулисање раста извоза Њемачке и Француске које представљају основне стубове функционисања ЕМУ и цијеле ЕУ. Стога не чуди што се њима, на којима се највише заснива економска и политичка стабилност еврозоне, и не жури много да ријеше питања оних земаља које својом економијом још

²⁸ У вријеме када пишемо овај рад вриједност евра креће се око 1,3 долара за евро.

²⁹ China Daily, објављено 21. маја 2010. године (преузето 19. децембра 2010. године) http://www.chinadaily.com.cn/business/2010-05/21/content_9877436.htm

³⁰ Њемачка је након Кине највећи свјетски извозник

³¹ Њемачка агенција за статистику (Statistisches Bundesamt), објављено 11. августа 2010. године (преузето 22. децембра 2010. године)

http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/EN/press/pr/2010/11/PE10_403_51.templateId=renderPrint.psml

³² Trading Economics, преузето 22. децембра 2010. године и калкулације аутора <http://www.tradingeconomics.com/Economics/Exports.aspx?Symbol=FRF>

³³ People's Daily Online, објављено 3. јуна 2010. године (преузето 22. децембра 2010. године) <http://english.peopledaily.com.cn/90001/90777/90853/7010401.html>

увијек не могу да угрозе стабилност постојања ЕМУ, а чије су дужничке кризе основни фактор опадања вриједности евра.

Закључак

Конкурентском девалвацијом валуте земље имају могућност да повећају тражњу за својим производима јер постају цјеновно конкурентнији. Али, уколико једна земља изврши конкурентску девалвацију, може се очекивати да земље чији је платни биланс угрожен, односно њени трговински партнери, примјене сличне контрамјере. На крају, конкурентске девалвације доводе до рата валута. Општеприхваћен став економске теорије је да рат валута ни једној страни не доноси користи, поготово у садашњим условима када земље настоје да превладају посљедице економске кризе.

Иако је курс кинеског јуана у односу на долар у посљедњих неколико година значајно апресирао, огромни трговински дефицити које кинеска привреда остварује из године у годину указују да би кинеске власти требале и даље да дозволе апресијацију јуана. Интервенције на девизном тржишту које Народна банка Кине проводи у циљу спречавања нагле апресијације јуана ипак нису узрок дефицита текућег рачуна Америке. Доказ за то је раст учешћа дефицита са Кином у укупном дефициту САД у периоду 2005-2009. године са 29% на 69 %, упркос реалној апресијацији јуана за око 20% у истом периоду. Стога конкурентска девалвација долара као резултат ФЕД-ових мјера монетарног лабављења неће допринијети смањењу дефицита текућег рачуна који САД остварује са Кином, чак и у случају да Кина дозволи значајнију апресијацију јуана. Због чињенице да Народна банка Кине везује јуан за долар, ФЕД-ове мјере монетарног лабављења ће депресирати долар, али посљедично и јуан у односу на друге свјетске валуте са флукутирајућим курсом. Тиме ће се погоршати трговинска позиција осталих земаља у односу на САД и Кину. Највеће тржиште које је таквим мјерама погођено јесте ЕМУ. Анализа је показала да су неблагоприятна помоћ Грчкој, те несугласице око помоћи Ирској, додатно ослабиле евро, што је очувало, односно повећало конкурентност привреда земаља ЕМУ. На тај начин су се и земље еврозоне укључиле у рат валута искористивши дужничке кризе у „периферним земљама” као шансу за компетитивну девалвацију.

Дакле, претходна истраживања указују да су водеће свјетске економије вршиле конкурентске девалвације у циљу повећања конкурентности домаће производње. Облици конкурентских девалвација, који су најчешће кориштени су интервенције Народне банке Кине на девизном тржишту Кине, мјере монетарног лабављења ФЕД-а, те недовољна помоћ и неслагања земаља ЕМУ у рјешавању дужничке кризе у Грчкој и Ирској. Такође, истраживања су показала да конкурентске девалвације нису коришћене интензивно, већ умјерено и прикривено. Разлог је објективна бојазан да би интензивнија употреба мјера конкурентских девалвација у циљу јачања конкурентности националних привреда појединих земаља могла довести до ескалације рата валута, а тиме и до пораста трговинског протекционизма. Бојазан од рата валута је, с друге стране, указала на потребу за координацијом макроекономских политика на глобалном плану и на потребу реформе постојећег међународног монетарног система. Управо ове теме су биле у фокусу последњих састанака Г20.

Неслагања између Кине и САД о питању односа долара и јуана потрајаће и у будућности. Такође је врло неизвјесно предвидјети будућа дешавања унутар еврозоне. Стога би водеће свјетске економије требало да теже ка отвореном дијалогу о свим питањима, па тако и о питању вриједности њихових валута. У условима међузависности свјетске економије, унилатералне мјере једне земље на штету других земаља данас нису могуће. Посматрано у контексту савремене глобализације, рат валута који је пољуљао и до сада нестабилан међународни монетарни систем, прије да представља реалну шансу за његову неопходну реформу него пријетњу за његово урушавање.

Литература

1. Bergsten, F.: Correcting the Chinese exchange rate: an action plan, *The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law*, Centre for Economic Policy Research, Април 2010.
2. Cline R. W.: Renminbi Undervaluation, China's Surplus, and the US Trade Deficit, *Peterson Institute for International Economics*, Number PB10-20, Август 2010.
3. Feldstein, M.: Quantitative Easing and the Renminbi, Project Syndicate, <http://www.project-syndicate.org/commentary/feldstein30/English>

4. Francois, J.: Deconstructing Sino-US codependence: revaluation, tariffs, exports and jobs, The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law, Centre for Economic Policy Research, Април 2010.
5. World Economic Outlook (WEO), Међународни монетарни фонд, октобар 2010.
6. Wyplosz, C.: Is an undervalued renmimbi the source of global imbalances?, The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law, Centre for Economic Policy Research, Април 2010.
7. Кругман, П., Обстфелд, М.: Међународна економија, Датастатус, Београд, 2009. година.
8. http://news.xinhuanet.com/english2010/indepth/2010-05/21/c_13308010_2.htm
9. <http://newskf.com/the-currency-war/11754/>
10. <http://www.bbc.co.uk/news/business-11697483>
11. http://www.bea.gov/international/bp_web,
12. <http://www.chinability.com/Rmb.htm>;
13. <http://www.chinadaily.com.cn>
14. <http://www.destatis.de>
15. http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/EN/press/pr/2010/11/PE10__403__51,templateId=renderPrint.psml
16. <http://www.ecb.int>
17. <http://www.economist.com>
18. http://www.g2o.utoronto.ca/2010/g2o_declaration_en.pdf
19. <http://www.irishtimes.com>
20. <http://www.telegraph.co.uk>
21. <http://www.tradingeconomics.com>
22. <http://www.usgovernmentspending.com>

*Нермина Побрић**

ЕФЕКТИ ГЛОБАЛНЕ ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ НА РАЗВИЈЕНИМ И НОВИМ ФИНАНСИЈСКИМ ТРЖИШТИМА

EFFECTS OF GLOBAL FINANCIAL CRISIS IN DEVELOPED AND EMERGING FINANCIAL MARKETS

Резиме

Утицај кризе на развијене земље, земље у развоју и земље са настајућим тржиштем, испољава се и у реалном и у финансијском сектору. Док су механизми трансмисије преко трговине једноставни, механизми трансмисије кроз финансијске канале чине се комплекснијим, зато што су финансијске везе сложеније од интернационалне трговине.

Забринутост због могућности прерастања финансијске кризе у другу велику депресију довела је до драстичног пада на тржишту акција и знатног губитка поверења потрошача и фирми у тржишне институције широм света. На развијеним тржиштима, у оквиру финансијског сектора, криза је највише погодила банкарски сектор, а најмање сектор осигурања. Утицај финансијске кризе на банке широм света испољавао се кроз повећану неизвесност у погледу квалитета дужника и мању доступност извора финансирања. Финансијска криза је преко погоршања фискалне позиције земље, утицала на погоршање перформанси тржишта државних обвезница.

* Економски факултет у Брчком, Универзитет у Источном Сарајеву, n.pobric@efbrcko.ba

Током иницијалних фаза, хипотекарна криза је мање утицала на земље са настајућим тржиштем него на развијене привреде. Дуго-трајнија дисфункционалност тржишта, погоршавање економских услова у развијеним привредама и растућа глобална аверзија на ризик, утицали су сигнификантно на земље са настајућим тржиштем од краја 2008. године. Расламсавање финансијске кризе највише је утицало на земље са настајућим тржиштем са великим дефицитима текућег рачуна и чије банке су се пре кризе, у великој мери, ослањале на страно финансирање на велико.

Кључне речи: глобална финансијска криза, хипотекарна криза, развијена финансијска тржишта, нова финансијска тржишта.

Summary

The influence of the crisis on developed, developing and emerging market countries will come through real and financial sectors. While the transmission mechanisms through trade are straightforward, those through financial channels appear to be more challenging as financial linkages have been more complicated than international trade.

Anxiety about the possibility of financial crisis to arise in other great depression led to a drastic slowdown in stock market and significant loss of confidence by consumers and firms in market institutions around the world. In the financial sector in developed markets banking sector was the most and insurance sector was the least affected by the crisis. Financial crisis influenced banks around the world through increased uncertainty about the debtor quality and decreased availability of financing sources. Through deteriorating country's fiscal position financial crisis affected deterioration of government bond market performances.

Emerging market countries were less affected during the initial stages of the crisis than developed economies. But the persistence of the market dislocations, the deterioration of economic fundamentals in developed economies and rising global risk aversion significantly affected emerging market countries by late 2008. Countries with large current account deficits and whose banks prior to the crisis have been most reliant on foreign wholesale funding have been mostly affected by the ramifications of the financial crisis.

Key words: global financial crisis, mortgage market crisis, developed financial markets, emerging financial markets

Увод

Процеси глобализације финансијских тржишта су, са једне стране, интензивирали проток капитала, као најмобилнијег фактора производње, кроз глобалне финансијске токове и, са друге стране, повећали осетљивост националних економија на регионална и глобална привредна и политичка кретања. Вероватноћа трансмисије нестабилности и кризе из „инфициране” (енгл. contaminated) у релативно здраву, али ослабљеног имунолошког система, националну привреду утолико је већа уколико је степен спољнотрговинске и финансијске повезаности привреда већи. Трговинска трансмисија остварује се преко спољнотрговинског биланса, цена роба и услуга, конкурентности и девизног курса, док су цене финансијских инструмената, цене и квалитет банкарских производа, каматне стопе, ликвидност тржишта и, такође, девизни курс полуге финансијске трансмисије. Истраживања која су до сада рађена са намером да се испитају интензитет и правац трансмисионих процеса показала су да је степен трансмисије већи на интрарегионалном него на интеррегионалном нивоу. Такође, позитивне ефекте повољних привредних и политичких кретања у развијеним земљама више користе остале развијене земље, док последице неповољних привредних и политичких кретања у развијеним земљама сносе и развијена и настајућа тржишта. Коначно, мултипликовање нестабилности и криза у земљама у развоју већим делом врши се у оквиру региона са настајућим тржиштима. Текућа финансијска криза, између осталих, потврђује тезу да последице неповољних привредних и политичких кретања у развијеним земљама сносе и развијена и настајућа тржишта.

Намера аутора је да у раду укаже на што више ефеката глобалне финансијске кризе на развијеним и новим финансијским тржиштима како би се олакшало разумевање већ примењених мера и проналажење даљих адекватних праваца деловања на превазилажењу и спречавању поновног настанка финансијске кризе. Рад се састоји из три дела. У првом делу указаћемо, укратко, на узроке настанка, канале трансмисије и механизме ширења кризе. Ефекте кризе на појединим сегментима развијених финансијских тржишта, тржишту акција, тржишту обвезница, банкарском тржишту и тржишту осигурања,

анализираћемо у другом делу рада. Предмет анализе у трећем делу рада биће ефекти кризе на новим финансијским тржиштима Азије, Латинске Америке, Африке и Европе.

1. Узроци настанка, канали трансмисије и механизми ширења кризе

Глобална финансијска криза је највећи дебакл након светске економске кризе која се догодила 1929. године. С обзиром на то да су већа склоност становништва потрошњи него штедњи, спремност менаџмента предузећа на предузимање незаконитих активности, нерационално понашање инвеститора, пословање предузећа са високим степеном финансијског левериџа и недовољно квалитетан процес ревизије у оквиру финансијског сектора сигнализovali настанак кризе уопште¹, а релативно флексибилна понуда нових стамбених објеката, стимулативан порески третман камате на хипотекарне кредите и закупнине и висока правна заштићеност кредитора од дужника који не измирују своје обавезе узроковали настанак кризе на америчком, а не на хипотекарном тржишту неке друге земље², настанак глобалне финансијске кризе био је изванредан.

Корени текуће глобалне финансијске кризе сежу од одлива капитала из многих земаља са настајућим тржиштем након азијске и руске кризе 1997/1998. године и земаља са растућим суфицитима текућег рачуна. Иако значајан, одлив капитала није кључни узрочник кризе. За настанак кризе кључна је комбинација макроекономских процеса и институционалних фактора на микро нивоу. Макроекономски фактори који су допринели настанку кризе обухватају експанзивну монетарну политику у Сједињеним Америчким Државама, велики прилив капитала на америчка тржишта хартија од вредности (пре свега на тржиште државних обвезница) из земаља са високом стопом штедње, бум на америчком тржишту некретнина и презадуженост сектора становништва. Институционални фактори на микро нивоу обухватају експанзију секјуритизације и финансијских иновација, тј. развој нових финансијских производа, нетачну процену кре-

¹ Friedman and Friedman (2009)

² Ellis (2008)

дитног ризика, примену неадекватних модела вредновања активе и неадекватну финансијску супервизију и регулаторни оквир.³

Будући да је општи став да ниједан регион у свету није имун на кризу, питање је који ће бити највише погођени. То ће зависити од програма подршке које је свака земља развила током последњих пет година, висине фискалне штедње генерисане у истом периоду, квалитета управљања дугом јавног сектора и степена диверсификованости извоза. Зато, очекује се да ће најосетљивије земље бити:

- а) Земље са настајућим тржиштем које се превише ослањају на екстерно задуживање и друге капиталне приливе у финансирању економског развоја;
- б) Вероватно је да ће се извозни приходи и стране директне инвестиције који потичу из развијених земаља погођених кризом сигнификантно смањити. Као последица тога, земље које више зависе од екстерне потрошње биће више погођене кризом ако су њихови извози усмерени, пре свега, ка партнерима погођеним кризом. Смањење екстерних кредита и страних директних инвестиција утицаће на развој приватног сектора, као и на државну потрошњу и инвестиције;
- в) Земље у којима више цене нафте подстичу привредни раст; имајући у виду предвиђања успоравања раста светске привреде, очекује се да ће цене пасти, што ће генерисати различите врсте ризика за привреду;
- г) Задуженије земље у којима се очекује поскупљивање финансирања дугом; с обзиром на то да финансијски систем земаља погођених кризом ребалансира свој портфолио улагања укључивањем мање ризичних позиција, цена задуживања земаља у развоју и земаља са настајућим тржиштем расте.

Са друге стране, мање погођене кризом биће:

- а) Земље које успеју да одрже стабилну стопу раста вођењем оштре фискалне политике;
- б) Земље у којима интерна тражња покреће текући привредни раст. Степен утицаја кризе зависи, тако, од степена економске

³ Детаљније видети: Orłowski (2008), Hellwig (2008), Gokhale (2009), Wilmarth (2009), Cannata and Quagliariello (2009), Mayer-Foulkes (2009), Marphy (2008) and Arner (2009).

и финансијске интегрисаности између земаља у развоју и развијених привреда погођених кризом.⁴

Утицај кризе на развијене земље, земље у развоју и земље са настајућим тржиштем испољава се и у реалном и у финансијском сектору. Покретач ширења заразе у реалној привреди био је пад домаће тражње у САД за 3,5%. До пада домаће тражње дошло је због смањења потрошње становништва и приватних инвестиција. Висина губитака остварених у различитим регионима је, у великој мери, одраз важности америчког тржишта у тим привредама.

Независно од негативних ефеката који су се проширили кроз трговинске канале, већина привреда била је, такође, изложена тешким потресима и у финансијском сектору. Структура биланса стања банака је погоршана, одливи капитала су интензивирани и тржишта акција су дестабилизована. Док су механизми трансмисије преко трговине једноставни, механизми трансмисије кроз финансијске канале чине се комплекснијим. Разлог за то је да су финансијске везе сложеније од интернационалне трговине. С обзиром на то да се релативна значајност различитих финансијских канала може разликовати међу привредама, неопходно је класификовати финансијске канале ширења заразе да би се потпуно објаснила улога коју они могу играти у трансмитовању инфекција. Разликују се три канала ширења заразе: преко банака, преко тржишта акција и преко бекства за квалитетом преко граница.

Финансијски канали играли су сигнификантнију улогу у ширењу кредитне кризе из Сједињених Америчких Држава у развијене земље, док је њихов ефекат на, на пример, Кину релативно мали. Даље, негативни утицаји финансијске заразе у већини случајева трају дуже од негативних утицаја трговинске заразе, тако да је за опоравак финансијски заражених привреда потребно, обично, дуже време. Све у свему, привреде са јачим финансијским везама са Сједињеним Америчким Државама могле би претрпети веће губитке кроз финансијске канале. Док се у развијеним земљама криза више ширила преко тржишта акција, а мање преко одлива капитала узрокованог бек-

⁴ Zaman (2008: 4-5)

ством за квалитетом, у земљама са настајућим тржиштем било је обрнуто.⁵

Ширење кризе је резултат дејства два механизма. Први механизам проистиче из модерне верзије функционисања банке, а други из потребе финансијских институција за одржавањем рачија адекватности капитала. У условима традиционалног пословања банака, депозитори су повлачили свој новац уколико су очекивали да банка постане несолвентна. Од тада, догодиле су се две промене. Прво, у већини земаља депозитори су сада осигурани, тако да је подстицај за повлачење средстава у случају несолвентности финансијских институција мали. Друго, банке и друге финансијске институције се углавном финансирају са тржишта новца. Перципирање ризика улагања у банке и друге финансијске институције високим отежава њихово финансирање са тржишта новца. Последица је, међутим, иста као у условима традиционалног пословања банака; суочене са смањењем могућности задуживања, институције су приморане да продају имовину. Дале, финансијске институције имају потребу да побољшају свој рачио капитала када дође до смањења вредности њихове имовине и, тако, смањења капитала. За задовољење потребе, две могућности им стоје на располагању. Наиме, они могу да изаберу опцију прибављања додатног капитала од екстерних инвеститора или опцију смањења суме њихових биланса стања продавањем неких делова имовине или редуковањем пласмана.

У макроекономској кризи проналажење додатног приватног капитала је подједнако тешко као продавање имовине. Постоји више разлога за то. На пример, број инвеститора са великим расположивим финансијским потенцијалом који су спремни да у нестабилним приликама исти уложе у банке и друге финансијске институције је мали. Затим, уколико је имовину финансијске институције тешко вредновати, она ће се продати по вредности мањој од садашње вредности очекиваних прихода. Продаја имовине једне институције по вредности испод реалне доприноси обарању вредности сличне имовине не само институције која продаје имовину већ свих институција које поседују сличну имовину. Последично, капитал институције се смању-

⁵ О утицају кризе на развијене земље, земље у развоју и земље са настајућим тржиштем испољеном у реалном и финансијском сектору детаљније видети: Zhang, Zhang and Han (2009) and Griffith-Jones and Ocampo (2009).

је, што је приморава на даљу продају имовине и тако редом док се билансна супстанца не истопа. Даље, интензивна секјуритизација некавалитетних пласмана изложила је велики број институција неизвесности и перцепцији већег ризика од несолвентности, што је генерисало тешкоће у проналажењу инвеститора који су спремни да купе имовину финансијских институција, продају имовине институције по нереално ниским ценама (*fire sale prices*) и, последично, већу вероватноћу финансијског колапса. Коначно, пословање финансијских институција са високим степеном финансијског леверица повећало је вероватноћу несолвентности и финансијског колапса истих.⁶

2. Ефекти кризе на развијеним финансијским тржиштима

Ефекти финансијске кризе на реалну активност били су ограничени у одређеном временском периоду након њеног започињања. Међутим, у јесен 2008. године, ефекти су постали израженији. Забринутост због могућности прерастања финансијске кризе у другу велику депресију довела је до драстичног пада на тржишту акција и знатног губитка поверења потрошача и фирми у тржишне институције широм света.

Након дугог и непрекидног раста од 2002. године, индекс портфолија светског тржишта акција почео је да пада у другој половини 2007. године. И поред пада, индекс је у 2007. забележио раст од 15% на годишњем нивоу. У првих шест до осам месеци 2008. индекс је у налетима растао и падао, а од средине септембра до краја октобра је нагло падао. За само 32 дана трговања (12.09.2008 - 27.10.2008.) индекс је пао за 36,8%. Након тога, индекс портфолија светског тржишта је релативно стабилизован и до краја године је два пута изгубио по 10% своје вредности. До краја фебруара 2009. године, индекс је пао на најнижу вредност посматрано од почетка 2007. године. Он је био за 45,4% нижи у односу на ниво с краја 2006. године 52,6% нижи у односу на ниво с краја 2007. и 16,5% нижи у односу на ниво с краја 2008. године. Волатилност индекса је само краткотрајно одступала навише од нормалног нивоа (10-12% годишње) у 2007. и првих осам месеци 2008. године. Од средине септембра до краја октобра волатилност индекса била је скоро четири пута већа од нормалне и три

⁶ Blanchard (2009)

пута већа од највеће забележене у претходних 18 месеци. И поред успоравања пада индекса, његова волатилност је расла до почетка новембра. Након тога, за релативно кратко време волатилност индекса је пала не на нормални ниво већ на ниво двоструко већи од преткризног нивоа.

Иако су преткризне перформансе биле драстично различите на развијеним и настајућим тржиштима, индекси регионалног тржишта испојили су сличне перформансе током кризних година. У периоду од почетка 2007. до краја фебруара 2009. индекс САД тржишта пао је за 44,3%, а индекс развијених тржишта без Северне Америке за 47,5%. Паду оба индекса током 2008. највише је допринео пад у кризном периоду (средина септембра – крај октобра) за 35%. Без обзира на то што су на промену индекса развијених тржишта без Северне Америке утицале промене девизног курса, индекс америчког тржишта био је волатилнији у целом периоду. Капитализација на америчком тржишту смањена је за преко 9.000 милијарди долара од октобра 2007. при чему се скоро половина смањења капитализације догодила током критична 32 дана трговања. На осталим развијеним тржиштима (осим Канаде) тржишна капитализација је смањена за скоро 14.000 милијарди долара, при чему треба имати у виду да је европско учешће у смањењу прецењено због валутних кретања у другој половини 2008. године. У 2007. години, индекс портфолија настајућих тржишта је порастао за 43,6% и на том нивоу се задржао до јуна 2008. године. Међутим, до краја године индекс је пао за 54,2%, при чему се чак 45,9% смањења догодило током критична 32 дана трговања, а до краја фебруара 2009. индекс је пао за још 11,2%. И поред великих осцилација и знатних валутних подешавања, волатилност индекса портфолија настајућих тржишта била је мања од волатилности индекса портфолија САД тржишта у периоду од почетка 2007. до краја фебруара 2009. године. Капитализација на настајућим тржиштима акција је од краја октобра 2007. смањена за 5.200 милијарди долара, при чему се скоро 50% смањења догодило само у критичном периоду.

С обзиром на то да је финансијски сектор епицентар кризе, већи негативан утицај кризе на финансијски него на нефинансијски сектор је очекиван. Очекивани утицај потврђује податак да је од почетка 2007. до краја фебруара 2009. индекс приноса финансијског сектора пао за 63,9%, а индекс приноса нефинансијског сектора за 38,3%. Волатилност приноса финансијског сектора је скоро 50% већа од во-

латилности приноса нефинансијског сектора. За разлику од агрегатних индекса, индекси приноса финансијског и нефинансијског сектора на америчком, другим развијеним и настајућим тржиштима испољили су различите перформансе током кризних година. Наиме, на америчком тржишту индекс приноса финансијског сектора је крајем фебруара 2009. био за 70%, а индекс приноса нефинансијског сектора за 35,9% нижи у односу на ниво с краја 2006. године. На другим развијеним тржиштима разлика у перформансама између финансијског и нефинансијског сектора није толико изражена. Индекс приноса финансијског сектора је крајем фебруара 2009. био за 65%, а индекс приноса нефинансијског сектора за 40% нижи у односу на ниво с краја 2006. године. Разлика у перформансама између финансијског и нефинансијског сектора на настајућим тржиштима није готово ни постојала. Крајем фебруара 2009. индекси приноса финансијског и нефинансијског сектора били су за 45 и 40%, респективно, нижи у односу на ниво с краја 2006. године.

На развијеним тржиштима у оквиру финансијског сектора криза је највише погодила банкарски сектор, а најмање сектор осигурања. Од почетка 2007. до краја фебруара 2009. индекс приноса банкарског сектора у Сједињеним Америчким Државама је пао за 77,4%, а индекс приноса сектора осигурања за 61,6%. Волатилност приноса банкарског сектора била је, такође, највећа и премашила је ниво од 100%. У истом периоду на другим развијеним тржиштима осим Северне Америке индекс приноса банкарског сектора је пао за 69,5%, а индекс приноса сектора осигурања за 58,5%. Највећи допринос паду индекса приноса финансијског сектора на настајућим тржиштима дао је индекс приноса сектора реалне имовине, а најмањи индекс приноса сектора осигурања, који су до краја фебруара 2009. пали за 63,5 и 31,3%, респективно, у односу на ниво с краја 2006. године.⁷

Утицај финансијске кризе на банке широм света испољавао се кроз повећану неизвесност у погледу квалитета дужника и мању доступност извора финансирања. Банке су реаговале на кризу смањивањем обима нових кредитних пласмана. Према Dealogic Loan Analytics-у укупан обим кредита на глобалном нивоу смањен је за

⁷ О ефектима кризе на укупно тржиште акција, тржиште акција финансијског и нефинансијског сектора и подсектора финансијског сектора на глобалном нивоу и по регионима детаљније видети: Bartram and Bodnar (2009).

41%. Будући да су уложиле огромна средства у прикупљање релевантних информација о клијентима, банке нису извршиле просту већ селективну редукуцију нових кредитних пласмана. Наиме, банке су уложиле већи напор да изаберу боље клијенте и да их пажљивије прате. Стандарди код кредитирања су пооштрени, посебно код одобравања кредита дужницима без историје задуживања, без кредитног рејтинга или без колатерала и финансијским институцијама из земаља карактеристичних по могућностима лаког присвајања великих зарада. Пооштравање кредитних стандарда било је неопходније на настајућим тржиштима јер су формални и неформални механизми за превазилажење информационе асиметрије између дужника и кредитора (кредитни рејтинзи) били мање ефикасни него на развијеним тржиштима.⁸

Финансијска криза је преко погоршања фискалне позиције земље утицала на погоршање перформанси тржишта државних обвезница. Колапсирањем привредне, активности порески приходи су нагло смањени. Повећање незапослености довело је до повећања издавања на социјална давања. С циљем пружања подршке најосетљивијим групама у друштву и спречавања смањивања потрошње, већина влада у ЕУ нудила је стимулативне пакете који су обухватили, између осталог, пореске олакшице. Стимулативни пакети на целом евро подручју износили су 1,1% БДП-а у 2009. години. Фискална политика одиграла је важну улогу у спречавању колапса не само реалног него и финансијског сектора. Огромна средства за покривање гаранција, рекапитализацију и опоравак финансијских институција издвајала је већина влада у ЕУ. Једна група земаља обезбедила је финансијске инјекције и гаранције за обавезе финансијског сектора, а друга је куповала неликвидну имовину од финансијских институција или интензивирала директно кредитирање. Мере подршке у земљама ЕУ коштале су државни буџет, у просеку, 3,5% БДП-а. Кризом изазвано смањење пореских прихода и издвајање средстава за подршку реалног и финансијског сектора генерисало је повећање јавног дуга и фискалног дефицита. Одговор тржишта инструмената државног дуга на погоршање фискалне позиције земље био је повећање премије за

⁸ Детаљније видети: De Hass and Van Horen (2009).

ризик неизвршења обавеза државе. Екстремни пример била је Ирска.⁹

3. Ефекти кризе на новим финансијским тржиштима

Генерално, током иницијалних фаза хипотекарна криза је мање утицала на земље са настајућим тржиштем него на развијене привреде. Дуготрајнија дисфункционалност тржишта, погоршавање економских услова у развијеним привредама и растућа глобална аверзија на ризик утицали су сигнификантно на земље са настајућим тржиштем од краја 2008. године. Распламсавање финансијске кризе највише је утицало на земље са настајућим тржиштем са великим дефицитима текућег рачуна и чије банке су се пре кризе у великој мери ослањале на страну финансирање на велико. На пример, ММФ је пружио значајну финансијску подршку Украјини и Мађарској (октобар 2008.), Пакистану (новембар 2008.) и Летонији (децембар 2008.). Земље са настајућим тржиштем, као што су Јужна Кореја и Русија, које су пре кризе формирале огромне девизне резерве морале су интензивно да их користе да би смањиле притисак на валуте да депресирају настао релаксирањем портфолио позиција и бекством капитала као и појавом озбиљних деформација у њиховим банкарским секторима.¹⁰

На азијска финансијска тржишта су само делимично утицали (преко тржишта акција и offshore тржишта обвезница) поремећаји на хипотекарном тржишту. Повећана забринутост због повећања поремећаја на хипотекарном тржишту, погоршавање кредитног квалитета и успоравање раста глобалне привреде подстакло је велике распродаје права власништва на регионалним тржиштима акција. Због пада цена акција, од почетка 2007. године продајом права власништва остваривани су огромни губици на већини тржишта, посебно у земљама где је степен развијености акционарства био висок. Сигнификантни губици су још увек могући на неким тржиштима где су *price-earnings* (P/E) рацији остали високи. Као одговор на то, домаће и стране фирме су одгодиле реализацију планова везаних за нову емисију на тржиштима акција.

⁹ Детаљније видети: Sgherri and Zoli (2009).

¹⁰ Frank and Hesse (2009: 8)

На offshore тржиштима обвезница за емитенте из азијских земаља са настајућим тржиштем дошло је, такође, до сигнификантне промене нивоа кредитног ризика и ризика ликвидности од избијања кризе пре три године. Наиме, као одговор на генерално повећану аверзију на ризик, кредитни спредови на инструменте високоризичних емитената, укључујући и емитенте са азијских настајућих тржишта, су нагло повећани. Индонезијске и пакистанске обвезнице биле су међу највише погођеним кризом, али негативни ефекти проширили су се дуж целог региона. Обим емисије offshore обвезница од стране емитената са азијских настајућих тржишта је, такође, генерално смањен. Погоршања у условима финансирања екстерним дугом имала су далеко мањи утицај на регионална тржишта дуга деноминованог у локалној него деноминованог у иностраној валути.

Регионални банкарски системи ушли су у период финансијске турбуленције релативно здрави. Њихова финансијска гипкост заснована је на ограниченој изложености исходишту проблема. Биланси стања регионалних банкарских система изгледају здраво и поремећаји на водећим финансијским тржиштима имали су мали утицај на њих. Ненаплативи пласмани смањени су драстично у целом региону након азијске финансијске кризе 1997-1998. године. RWCA (Risk-Weighted Capital Adequacy) рацији (однос између висине капитала и висине ризиком пондерисане активе) су виши. Посткризне реформе и реструктурирање банака и фирми са високим степеном финансијског левериџа резултовали су видним побољшањима у структури биланса стања. Банке су смањиле краткорочна екстерна задужења, која су их претходно изложила ризицима генерисаним валутном и рочном неусклађеношћу инвестирања и финансирања. Оне су сада прошириле лепезу извора прихода увођењем нових, профитабилнијих линија бизниса, нових врста финансијских услуга и чврстих структура надокнада.¹¹

Анализа заснована на стандардном супервизорском оквиру банкарских ризика, CAMEL, потврђује тезу да биланси стања регионалних банкарских система изгледају здраво и да су поремећаји на водећим финансијским тржиштима имали мали утицај на њих.

АДЕКВАТНОСТ КАПИТАЛА – Да би била адекватно капитализована према дефиницијама америчке федералне банкарске регулатор-

¹¹ Детаљније видети: Lee and Park (2008).

не агенције, банкарска холдинг компанија мора имати рацио основног (Tier I) капитала од најмање 4%, рацио комбинованог основног и допунског (Tier I и Tier II) капитала од најмање 8% и рацио леверица од најмање 4%. Да би била добро капитализована према агенцијским дефиницијама, банкарска холдинг компанија мора имати рацио основног (Tier I) капитала од најмање 6%, рацио комбинованог основног и допунског (Tier I и Tier II) капитала од најмање 10% и рацио leverage-а од најмање 5%. Банкарски системи у Азији имају такве рације капитала да се могу сматрати добро капитализованим. Однос између банкарског регулаторног капитала и ризиком пондерисане активе у 2008. години био је у интервалу од 8,2 до 16,8%. Високи рацији у Индонезији (16,8%), Филипинима (15,5%), Сингапуру (14,3%) и Тајланду (15,3%) заслужују да буду посебно истакнути, али никако не сме бити занемарена важност повољних рација у Аустралији (10,9%) и Хонг Конгу, Кина (14,3%). У Народној Републици Кини (PRC) рацио је забележио огроман раст од 2003. (-5,9%) до 2008. (8,2%) године.

КВАЛИТЕТ АКТИВЕ – Квалитет активе је приметно побољшан у региону. На пример, у Народној Републици Кини учешће ненаплативих у укупним кредитима смањено је са 20,4% у 2003. на 2,5% у 2008. години. У Јапану учешће ненаплативих кредита смањено је са 5,2% у 2003. на 1,5% у 2008. години. Кредитне рејтинг агенције, међутим, очекују да знатан притисак на квалитет кредита буде највећа претња за већину банака у Азији. Остаје да се види у којој мери кредитна експанзија стварно заостаје на нивоу региона, узимајући у обзир да државне банке у системима у којима доминира државна својима могу играти сигнификантну улогу у спровођењу планова фискалне стимулације. У Народној Републици Кини и Вијетнаму банке усмеравају значајне обиме кредита на финансирање привредног развоја. Степен у којем владе земаља источне Азије, на пример Народне Републике Кине, врше притисак на банке да повећају кредитирање одређених сектора могао би определити обим и сложеност проблема банака у сфери кредитног квалитета у будућности. На пример, стимулације у Народној Републици Кини носе са собом одређени ризик. Стопа повећања неотплаћених банкарских кредита у претходних дванаест месеци порасла је са 14,5% у септембру 2008. на 18,8% у децембру 2008. и на 24,2% у фебруару 2009. године. Рапидан раст обима кредита је скоро увек повезан са компромисима у квалитету кредита и могао би довести до погоршања квалитета кредита у Народној Републици Ки-

ни. У исто време, директна владина помоћ банкама ће коначно обезбедити подршку.

АДЕКВАТНОСТ РЕЗЕРВИ – Највећа претња за већину банака у Азији је знатан притисак на квалитет кредита као резултат глобалне кризе. Повећање ненаплативости кредита могло би довести до смањења профитабилности и веће резервисање могло би да доведе до знатне ерозије основног (Tier I) капитала, са импликацијама на будуће кредитирање. У међувремену, проблем није текући ниво капитала или ненаплативости кредита, већ (не)постојање покрића будућих губитака које омогућава толерисање одређеног нивоа кредитних губитака. Пожељни рацио резерви и ненаплативих кредита је 100%. У САД-у, на пример, само недавно, за време кризе, рацио је пао испод 100%. Покривеност кредитних губитака у региону креће се од адекватне до неадекватне. Рацији покрића су ниски у Јапану (24,9%) и Индији (52,6%), задовољавајуће високи у Индонезији (98,5%), Малезији (86,9%), Филипинима (84,1%) и Тајланду (86,5%) и врло високи у Сингапуру (119,9%) и Кореји (155,4%).

ЗАРАДЕ – У Јапану банке послују у високо конкурентном окружењу са ниским профитним маргинама. Стопа приноса на сопствени капитал била је 6,1% у 2007. и 1,5% у 2008. години. На Филипинима (9,6% у 2008.) и Тајланду (7,3% у 2007.) банке су, углавном, инвестирале у инструменте државног дуга. Стопе приноса на улагања су, исто тако, скромне.

ЛИКВИДНОСТ – Модели пословања већине азијских банака били су и даље су засновани на прикупљању депозита и, тако, сигурнији су од модела пословања банака које се финансирају на велико, због веће стабилности извора финансирања. Финансирање на велико играло је сигнификантну улогу само међу аустралијским и корејским банкама. Зато, ликвидност (однос кредита и депозита) је адекватна у већем делу региона, уз изузетак Кореје, где је однос кредита и депозита висок.

ОСЕТЉИВОСТ НА ТРЖИШНИ РИЗИК – Шеста компонента – осетљивост банке на тржишни ризик – додата је CAMEL анализи 1997. године и акроним је промењен у CAMELS. Европске и америчке банке биле су до сада изложене знатном кредитном и тржишном ризику, због OTD (Originate To Distribute) модела пословања (одвајање кредитног underwriting-а од кредитног мониторинга), а сада се преусмеравају ка мање ризичним моделима пословања. Модели пословања већине азијских банака били су, као што је раније већ речено, ма-

ње ризични, тако да не постоји потреба за преусмеравањем ка другим моделима пословања.¹²

До избијања финансијске кризе у августу 2007. године, Латинска Америка је доживела неуобичајено повољне екстерне прилике. Комбинација нето прилива капитала и суфицита текућег рачуна допринела је акумулирању сигнификантних девизних резерви. Бруто приливи и одливи били су на рекордно високим нивоима, са страним директним инвестицијама као главним извором екстерног финансирања.

Међутим, бруто приливи капитала у Латинску Америку почели су да се смањују сигнификантно у трећем кварталу 2008. године. За само једну годину бруто приливи капитала смањени су за 76 милијарди долара. Стране директне инвестиције биле су стабилније, али пале су у 2009. години. Суфицити текућег рачуна су, такође, смањени или су трансформисани у дефиците. Неколико фактора допринело је наглом повлачењу капитала: повећање интернационалне аверзије на ризик, напори финансијских институција у развијеним земљама да повећају ликвидност или побољшају структуру њихових биланса стања, висока валутна волатилност, нагло погоршавање услова размене и трансакције са дериватима неких великих компанија у Бразилу и Мексику.

Прекогранично банкарско финансирање смањено је од средине септембра 2008. године када су интернационалне банке смањиле одобравање нових кредита и одбиле да изврше roll over постојећих кредита. То се одразило на нагло смањење одобравања синдицираних кредита и прекограничног финансирања у региону. Прекогранична потраживања Латинске Америке смањена су за 46 милијарди долара у четвртом кварталу, што је мање у односу на смањење од 56 милијарди долара за европска настајућа тржишта и 160 милијарди долара за настајућа тржишта Азије и Пацифика. Изражено у процентима, прекогранична банкарска потраживања Латинске Америке смањена су за 40% на годишњем нивоу током четвртог квартала, што је мање у односу на смањења која су се догодила током претходних криза у региону.

Нагло повлачење капитала, нагло смањивање цена роба и губљење поверења у финансијске институције након банкротства Lehman

¹² Pomerleano (2009: 3-6)

Brothers-а покренуло је нагле депресијације валута и повећавање цена екстерног финансирања у целом региону. Валутне динамике у Бразилу и Мексику биле су посебно волатилне, подстакнуте повећаном тражњом за доларима када су неке корпорације покушале да затворе незаштићене позиције у страниј валути, често излажући се великим губицима приликом затварања тих позиција. Депресијације нису биле тако нагле у земљама као што су Чиле, где се фирме нису суочавале са сувише великим губицима, или Колумбија, где је фирмама законом ограничена висина ризика коју могу преузети на тржишту девизних деривата.

Прилагођавање девизног курса било је врло велико. Међутим, да би се смањиле валутне осцилације и негативни ефекти валутне динамике, важне су четири ствари: (а) распрострањена примена режима флексибилног девизног курса, која смањује подстицаје за спекулативним нападима, (б) ограничени pass-through ефекат девизног курса на инфлацију, (в) мање валутне неусклађености, као и нижи нивои доларизације у целом региону и (г) већи кредибилитет централних банака, који би, такође, могао допринети смањењу дестабилизирајуће спекулације и ограничавању pass-through ефекта девизног курса на инфлацију.

Повећање цене екстерног финансирања – обично деноминоване у америчком долару – испољавало се у неколико облика. На пример, у Перуу каматна стопа на 90-дневне првокласне кредите у страниј валути порасла је у односу на просечну каматну стопу на међубанкарске кредите у страниј валути. У Чилеу спред између стопа на тржишту девизних свопова је нагло порастао, премашујући ниво од преко 500 базичних поена изнад LIBOR-а. То је довело до поремећаја на тржишту девизних свопова. Даље, кредитне линије за ликвидност деноминоване у долару, које су мале банке користиле за кредитирање клијената извозника, укинуте су или су постале сувише скупе.

Тржиште домаћих извора финансирања било је, такође, у великој мери погођено кризом. У Аргентини спред између каматних стопа на тромесечно међубанкарско и преконоћно кредитирање је повећан. У Мексику су постојала нагла повећања стопе на комерцијалне папире, што је довело до потпуног престанка финансирања на том тржишном сегменту. У Чилеу локално тржиште новца претрпело је огроман притисак, а доказ за то је повећање спреда између стопе на првокласне депозите и имплицитне међубанкарске терминске стопе на своп уговоре. У Бразилу домаће каматне стопе за мале и средње

банке повећане су када су менаџери који управљају домаћом активом преместили своје депозите у веће банке у потрази за већом сигурношћу депозита. И поред смањења неких стопа за кратке рокове доспећа, тржишта финансирања су и даље девијантна.

Приноси дугорочнијих државних обвезница су, такође, повећани за све рокове доспећа (Чиле је био изузетак). У Бразилу, Колумбији и Мексику приноси су нагло порасли, посебно на делу криве за дуге рокове, што је одраз чињенице да су се инвеститори осећали сигурнијим улагањем у краткорочније хартије од вредности. Међутим, почев од краја 2008. године, приноси обвезница пали су у целом региону, као одговор, пре свега, на очекивања монетарне релаксације, која су вукла на доле део криве за кратке рокове. Тако, каматне стопе на домаћим тржиштима су тренутно испод нивоа на којим су биле пре пропасти Lehman-а. Због тих смањења, спредови између приноса дугорочних и краткорочних обвезница су повећани.¹³

Директан утицај финансијске кризе на афричке економије је ограничен, јер се већина комерцијалних банака у региону уздржала од инвестирања у проблематичне активе из Сједињених Америчких Држава и других делова света. То је разлог зашто је већина аналитичара доказала да је Африка далеко изолованија од директних утицаја финансијске кризе. Текућа финансијска криза утиче на Африку и друге земље у развоју на два могућа начина:

Прво, могло би да постоји ширење и преношење финансијске заразе на тржишта акција у Африци. Тржишта акција у региону показала су одређени степен волатилности подстакнуте продајом права власништва страних инвеститора. На нигеријском тржишту акција, на пример, испољен је континуирани опадајући тренд цена акција у двомесечном периоду. На индијском тржишту акција забележен је пад од 8% у само једном дану, у исто време када су тржишта акција у Сједињеним Америчким Државама и Бразилу забележила огроман пад. Тржишта акција широм света – развијена и у развоју – суочавају се са значајним падом од маја 2008. године. Цене акција су се колебале између 12 и 19% у Сједињеним Америчким Државама, Великој Британији и Јапану у току само једне недеље, док је MSCI индекс настајућих тржишта, који укључује тржишта акција у Бразилу, Јужној Африци, Индији и Кини, пао за 23%. Нужно је да се боље схвати при-

¹³ Jara. Moreno and Tovar (2009: 53-68)

рода финансијских веза, тј. како настају (као и како се испољавају када настану) и да ли се може урадити нешто да се минимизира ширење заразе.

Друго, пад привредне активности у развијеним земљама може, такође, имати сигнификантан утицај на земље у развоју, посебно у Африци. Канали утицаја обухватају: индиректан ефекат волатилне и опадајуће цене робе, посебно сирове нафте, на извозни приход и прилив капитала у регион, низак ниво дознака из иностранства, смањење иностране финансијске помоћи, ниске стране директне и портфолио инвестиције.

Финансијска криза ушла је у Африку када су њене економије биле у крајње лошем стању. Међутим, она је, генерално, утицала на економије афричких земаља. Афричке банке се не суочавају са кредитном кризом као таквом будући да су се мање изложиле глобалном кредитном систему. Ефекти глобалне финансијске кризе се већ осећају, на пример Танзанија је смањила прогнозирану стопу раста: са 7,8, на 7,5%. AFDB је прогнозирао пад просечне стопе раста: са 6,5, на 5%.¹⁴

Евро подручје суочило се, такође, са турбуленцијама узрокованим глобалном финансијском кризом. Румунија, на пример, – поред Либана и Турске – је међу земљама које су најосетљивије на ефекте хипотекарне кризе у САД-у према анализи Standard & Poor's Агенције објављене 22. априла 2008. године. Поред тога, постојали су сигнали који су указивали на могући настанак финансијске кризе у Румунији, пре свега због ширења негативних ефеката глобалне финансијске кризе, брзог раста обима кредита и забрињавајућег нивоа дефицита текућег рачуна. Рекордан ниво дефицита текућег рачуна у Румунији (14% БДП-а у 2007. и 15% БДП-а у 2008. години, према подацима ММФ-а), повећана неконзистентност Букурешке берзе, масовни уласци шпекулативних фондова, ниска одрживост јавних финансија и убрзан ритам раста отплате спољног дуга могу објаснити настанак финансијске кризе у Румунији у средњем року.

Међународне финансијске турбуленције утичу и наставиће да утичу на румунску привреду. Ширење глобалне финансијске кризе на румунску привреду засновано је на неколико ефеката. Ефекат ширења заразе – преношење дисеквилибријума из једног региона у други – постаје све акутнији у глобализованом свету. Ефекат ширења за-

¹⁴ Adamu (2009: 7-8)

разе је обично праћен ефектом кумулативне узрочности – ситуацијом у којој дисеквилибријум који се догодио на једном подручју обухвата дисеквилибријуме са других подручја – стварајући ударе јаког интензитета. Повећање сличности пословних циклуса водећих светских привреда даје важност идеји о глобалној привреди.

Канал кроз који ће се поремећај преносити на румунско тржиште акција повезан је са активношћу страних инвестиционих фондова. Високе каматне стопе и привредни бум привукли су велике инвеститоре на румунску берзу, а вишак новца довео до експанзије потрошачких кредита. До економске кризе дошло је када су каматне стопе у развијеним земљама повећане и, последично, инвеститори пренели новац „кући”. Неповољна варијанта за Румунију била би масовно повлачење средстава шпекулативних инвеститора, које би даље водило јакој депресијацији домаће валуте, повећању инфлације, тешкоћама у финансирању отплате спољног дуга итд.

Сигнали ширења међународне финансијске кризе на румунску привреду постали су видљиви. У току 2006. и 2007. године домаћа валута, леу, је апресирала/депресирала у односу на водеће валуте, девизни курс се карактерисао све већом неконзистентношћу. Букурешка берза била је више „дрвена” него „зелена” током 2007. године. Информације које се односе на повећање румунског спољног дуга у средњем и дугом року у 2007. у односу на 2006. годину за 28% (или за 36,7 милијарди евра) и смањење степена покрића увоза званичним резервама валута и злата Народне банке Румуније (са 6,4 месеца увоза за 31. децембра 2006. на 6 месеци увоза на крају 2007. године) нису допринеле смањењу већ интензивирању забринутости економских аналитичара. Слично, повећање дефицита биланса текућих трансакција за 66% у 2007. у односу на 2006. годину, засновано на великом погоршању робног биланса и смањењу страних директних инвестиција у Румунију (за 21% у 2007. у односу на 2006. годину), заједно са смањењем степена покрића дефицита биланса текућих трансакција страним инвестицијама са 91% у 2006. на 42% у 2007. години, нагласило је повећање екстерне осетљивости румунске привреде.¹⁵

Све у свему, мишљења о економским и финансијским консеквенцама глобалне кризе крећу се у опсегу између умереног оптимизма – пре свега на политичком нивоу владајуће коалиције – и катастрофал-

¹⁵ Socol and Hrebenciuc (2008: 31-42)

ног гледишта (углавном опозиције), према којем румунска привреда је враћена десет година уназад. Као што је увек случај, стварност је негде између екстрема. Са једне стране, верује се да румунски финансијски систем није потпуно изван опасности, будући да је банкарски систем у великој мери само филијала западноевропских банака. Имајући у виду огромне проблеме на Западу, тешко је веровати да ће ти проблеми остати искључиво у матичним банкама. Са друге стране, реална привреда биће озбиљно погођена, са падом стопе раста већим од прогнозираног. Незапосленост ће наставити да расте, а инфлаторни притисци постаће јачи под утицајем девалвације националне валуте. Поред тога, страни инвеститори ће вероватно постати опрезнији, због пада рејтинга крајем 2008. године, када је Румунија ушла у групу земаља у које се не препоручује улагати.¹⁶

Закључак

Забринутост због могућности прерастања финансијске кризе у другу велику депресију довела је до драстичног пада на тржишту акција и знатног губитка поверења потрошача и фирми у тржишне институције широм света. С обзиром на то да је финансијски сектор епицентар кризе, већи негативан утицај кризе на финансијски него на нефинансијски сектор је очекиван. На развијеним тржиштима у оквиру финансијског сектора криза је највише погодила банкарски сектор, а најмање сектор осигурања. Утицај финансијске кризе на банке широм света испољавао се кроз повећану неизвесност у погледу квалитета дужника и мању доступност извора финансирања. Финансијска криза је преко погоршања фискалне позиције земље утицала на погоршање перформанси тржишта државних обвезница. Колапсирањем привредне, активности порески приходи су нагло смањени. Повећање незапослености довело је до повећања издавања на социјална давања. Фискална политика одиграла је важну улогу у спречавању колапса не само реалног него и финансијског сектора. Кризом изазвано смањење пореских прихода и издвајање средстава за подршку реалног и финансијског сектора генерисало је повећање јавног дуга и фискалног дефицита. Одговор тржишта инструмената

¹⁶ Zaman (2009: 4)

државног дуга на погоршање фискалне позиције земље био је повећање премије за ризик неизвршења обавеза државе.

Генерално, током иницијалних фаза хипотекарна криза је мање утицала на земље са настајућим тржиштем него на развијене привреде. Дуготрајнија дисфункционалност тржишта, погоршавање економских услова у развијеним привредама и растућа глобална аверзија на ризик утицали су сигнификантно на земље са настајућим тржиштем од краја 2008. године. Распламсавање финансијске кризе највише је утицало на земље са настајућим тржиштем са великим дефицитима текућег рачуна и чије банке су се пре кризе у великој мери ослањале на страном финансирање на велико.

На азијска финансијска тржишта су само делимично утицали (преко тржишта акција и offshore тржишта обвезница) поремећаји на хипотекарном тржишту. Регионални банкарски системи ушли су у период финансијске турбуленције релативно здрави. Њихова финансијска гипкост заснована је на ограниченој изложености исходишту проблема. Биланси стања регионалних банкарских система изгледају здраво и поремећаји на водећим финансијским тржиштима имали су мали утицај на њих. Анализа заснована на стандардном супервизорском оквиру банкарских ризика, CAMEL, потврђује тезу да биланси стања регионалних банкарских система изгледају здраво и да су поремећаји на водећим финансијским тржиштима имали мали утицај на њих.

До избијања финансијске кризе у августу 2007. године, Латинска Америка је доживела неубичајено повољне екстерне прилике. Комбинација нето прилива капитала и суфицита текућег рачуна допринела је акумулирању сигнификантних девизних резерви. Бруто приливи и одливи били су на рекордно високим нивоима, са страним директним инвестицијама као главним извором екстерног финансирања. Међутим, бруто приливи капитала у Латинску Америку почели су да се смањују сигнификантно у трећем кварталу 2008. године. Суфицити текућег рачуна су, такође, смањени или су трансформисани у дефиците. Прекогранично банкарско финансирање смањено је од средине септембра 2008. године када су интернационалне банке смањиле одобравање нових кредита и одбиле да изврше roll over постојећих кредита. Нагло повлачење капитала, нагло смањивање цена роба и губљење поверења у финансијске институције након банкротства Lehman Brothers-а покренуло је нагле депресијације валута и повећавање цена екстерног финансирања у целом региону. Тржиште

домаћих извора финансирања било је, такође, у великој мери погођено кризом. Приноси дугорочнијих државних обвезница су, такође, повећани за све рокове доспећа (Чиле је био изузетак).

Директан утицај финансијске кризе на афричке економије је ограничен јер се већина комерцијалних банака у региону уздржала од инвестирања у проблематичне активе из Сједињених Америчких Држава и других делова света. Текућа финансијска криза утиче на Африку и друге земље у развоју на два могућа начина. Прво, могло би да постоји ширење и преношење финансијске заразе на тржишта акција у Африци. Друго, пад привредне активности у развијеним земљама може, такође, имати сигнификантан утицај на Африку. Канали утицаја обухватају: индиректан ефекат волатилних и опадајућих цена роба, посебно сирове нафте, на извозни приход и прилив капитала у регион, низак ниво дознака из иностранства, смањење иностране финансијске помоћи, ниске стране директне и портфолио инвестиције. Афричке банке се не суочавају са кредитном кризом као таквом будући да су се мање изложиле глобалном кредитном систему.

Евро подручје суочило се, такође, са турбуленцијама узрокованим глобалном финансијском кризом. Румунија, на пример, – поред Либана и Турске – је међу земљама које су најосетљивије на ефекте хипотекарне кризе у Сједињеним Америчким Државама према анализи Standard & Poor's Агенције објављене 22. априла 2008. године. Ширење глобалне финансијске кризе на румунску привреду засновано је на ефекту ширења заразе и активности страних инвестиционих фондова. Рекордан ниво дефицита текућег рачуна у Румунији, повећана неконзистентност Букурешке берзе, масовни уласци шпекулативних фондова, ниска одрживост јавних финансија и убрзан ритам раста отплате спољног дуга могу објаснити настанак финансијске кризе у Румунији у средњем року.

Литература

1. Adamu, A., (2009), „The Effects of Global Financial Crisis on Nigerian Economy”, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1397232>.
2. Arner, D.W., (2009), „The Global Credit Crisis of 2008: Causes and Consequences”, *The International Lawyer*, Vol 43, No. 1, pp. 101-190.

3. Bartram, S.M. and G.M. Bodnar, (2009), „No Place to Hide: The Global Crisis in Equity Markets in 2008/09”, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1413914>.
4. Blanchard, O., (2009), „The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies”, International Monetary Fund, WP/09/80.
5. Cannata, F. and M. Quagliariello, (2009), „The Role of Basel II in the Subprime Financial Crisis: Guilty or not Guilty?”, CAREFIN, Working Paper No. 3/09.
6. De Hass, R. and N. Van Horen, (2009), „The Crisis as a Wake Up Call: Do Banks Tighten Lending Standards During a Financial Crisis?”, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1436542>.
7. Ellis, L., (2008), „The Housing Meltdown: Why Did It Happen in the United States”, BIS, Working Paper No. 259.
8. Frank, N. and H. Hesse, (2009), „Financial Spillovers to Emerging Markets During the Global Financial Crisis”, International Monetary Fund, WP/09/104.
9. Friedman, H.H. and L.W. Friedman, (2009), „The Global Financial Crisis of 2008: What Went Wrong”, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1356193>.
10. Gokhale, J., (2009), „Financial Crisis and Public Policy”, *Policy Analysis No. 643*.
11. Griffith-Jones, S. and J.A. Ocampo, (2009), „The Financial Crisis and Its Impact on Developing Countries”, International Policy Centre for Inclusive Growth, Working Paper No. 53.
12. Hellwig, M., (2008), „Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis”, Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn, 2008/43.
13. Jara, A., R. Moreno and C.E. Tovar, (2009), „The Global Crisis and Latin America: Financial Impact and Policy Responses”, *BIS Quarterly Review*, June 2009.
14. Lee, J-W. and C-Y. Park, (2008), „Global Financial Turmoil: Impact and Challenges for Asia's Financial Systems”, Asian Development Bank, Working Paper Series on Regional Economic Integration No. 18.
15. Marphy, A., (2008), „An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions”, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1295344>.

16. Mayer-Foulkes, D., (2009), „Long-Term Fundamentals of the 2008 Economic Crisis”, Centro de Investigacion y Docencia Economicas (CIDE), Mexico.
17. Orlowski, L.T., (2008), „Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble?”, MPRA Paper No. 12696.
18. Pomerleano, M., (2009), „What Is the Impact of the Global Financial Crisis on the Banking System in East Asia?”, Asian Development Bank Institute, Working Paper No. 146.
19. Sgherri, S. and E. Zoli, (2009), „Euro Area Sovereign Risk During the Crisis”, International Monetary Fund, WP/09/222.
20. Socol, C. and A. Hrebenciuc, (2008), „Effects of International Financial Turbulences: Extension on Romanian Economy, Prevention Solutions”, *Theoretical and Applied Economics*, Vol. 8, August, pp. 31-42.
21. Wilmarth, A.E., (2009), „The Dark Side of the Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origines of the Subprime Financial Crisis”, *Connecticut Law Review*, Vol 41, No. 4, pp. 962-1050.
22. Zaman, C., (2009), „Romania and the Global Crisis: From Excessive Confidence to High Uncertainty”, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1368694>.
23. Zaman, C., (2008), „World Financial Crisis: Possible Impact on Developing Countries”, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1285432>.
24. Zhang, Z., W. Zhang and G. Han, (2009), „How Does the US Credit Crisis Affect the Asia-Pacific Economies? – Analysis Based on General Equilibrium Model”, Hong Kong Monetary Authority, Working Paper No. 12/2009.

*Бојана Васиљевић**

ФИСКАЛНА ПОЛИТИКА У УСЛОВИМА ГЛОБАЛНЕ ЕКОНОМСКЕ КРИЗЕ И ЊЕН УТИЦАЈ НА МАКРОЕКОНОМСКЕ АГРЕГАТЕ У БОСНИ И ХЕРЦЕГОВИНИ

FISCAL POLICY IN TERMS OF GLOBAL ECONOMIC CRISIS AND ITS IMPACT ON MACROECONOMIC AGGREGATES IN BOSNIA AND HERZEGOVINA

Резиме

Један од највећих изазова бројних теоретичара и практичара широм свијета у посљедњих пар година јесте актуелна економска криза. Пред њих је стављен изазован, али и одговоран задатак креирања мјера економске политике које ће минимизирати негативне ефекте глобалне кризе, довести до излазне стратегије, те, у дугом року, стимулисати привредни развој у одређеној приведи.

Из бројних анализа и дескрипција ове проблематике формирала се једна општа, поприлично хомогена перцепција: како и зашто је дошло до кризе, те шта је потребно мијењати у систему како би се ризик од оваквих ломова у будућности свео на што је могуће мању мјеру. Насупрот овоме, у теорији, али и у пракси још увијек не постоји рецепти за сигуран и безболан излазак из кризе. У почетку се полазило од претпоставке да ће финансијске инјекције, у комбинацији са новостеченим искуством, саме по себи створити амбијент довољан за ефикасно дјеловање невидљиве руке тржишта. Међутим, временом

* Поште Српске, д. Бања Лука, РЈ за поштански саобраћај Добој, misticj@spinter.net

је постало јасно да су снажне интервенције државе преко различитих мјера економске политике неминовне, те да се у условима кризе најчешће користе регулаторне, монетарне и фискалне мјере.

Кључне ријечи: глобална економска криза, економска политика, фискална политика, антикризне мјере.

Summary

One of the biggest challenges for various theoreticians and practitioners worldwide in the last few years has been the current economic crisis. They are faced with a challenging and responsible task of creating measures of economic politics which will minimize the negative effects of global crisis, make exit strategies and stimulate economic development in certain areas in the longterm.

From a number of analyses and descriptions of this problem one general, quite homogeneous perception was formed: how and why did the crisis occur and what needs to be changed in the system to reduce the risk of such fractures to the smallest possible amount in the future. In contrast to this, there are still no recipes in theory and practice for a safe and painless way out of crisis. It was initially assumed that the financial injections, combined with new experience, create adequate environment for efficient activity of the invisible hand. However, it has become clear that the strong interventions of the state through a variety of economic policy measures are inevitable, and that in times of crisis most commonly used measures are regulatory, monetary and fiscal.

Key words: global economic crisis, economic policy, fiscal policy, anti-crisis measures.

Увод

Да постоје одређене имперфектности на тржишту, због чега се привредни систем не може препустити искључиво дјеловању тржишног механизма, постало је јасно још од Велике свјетске економске кризе тридесетих година XX вијека. Како би се очувала стабилност економског система и створиле претпоставке за његов даљи развој, неопходна је интервенција и активно учествовање државе у привредном животу сваке земље. Ова државна интервенција се манифестује

кроз одабрану економску политику, међусобно условљену и повезану са конкретним друштвено-политичким уређењем земље. При томе, оваквим интервенисањем државе не смије се гушити тржиште.

Посљедња глобална криза је била, између осталог, прилика да се тестирају дотадашње економске, али и изазов да се креирају неке нове теорије и политике. Теза да је, уколико се жели постићи сталан и одржив раст, неопходна координација између свих, а посебно монетарно-кредитне и фискалне политике, поново је потврђена овом кризом.

Све ово је био повод да државе у измјенама фискалне политике траже излаз из кризе.

У овом раду се посебно анализирају фискалне мјере као контракризне мјере Босне и Херцеговине примјеном различитих фискалних, односно пореских стратегија. Циљ је да се истражи улога и значај мјера које су различити креатори фискалне политике предузели у краткорочном и дугорочном превазилажењу проблема у којима су се нашле националне економије. Осим овога, у раду је приказан утицај кризе на босанскохерцеговачку економију, одговор њених власти, те дат приједлог додатних, евентуалних мјера за излаз из кризе.

1. Фискална политика

Фискална политика се као појам појављује 80-их година XIX вијека, док своју афирмацију достиже тек 30-их година XX вијека. Велика економска криза је у том периоду приморала државе да предузму одређене активности на плану опоравка својих привреда. Већ тада је схваћено да привреде не могу да буду препуштене саме себи, већ да држава својим мјерама мора утицати на привредни развој.

Фискална политика, односно контрола над износом и структуром прихода и расхода, те управљање буџетом, представља снажан инструмент стабилизације привреде.

Наиме, у систематизовању појединих учинака примјене фискалне политике постоје различити приступи (аспекти), односно критеријуми. Један од аспеката је и покушај систематизовања учинака фискалне политике на:

- микроекономске и
- макроекономске.

Дакле, дејство фискалне политике се испољава како на микро, тако и на макро нивоу. Посматрајући са микро аспекта, то се огледа

кроз фискалну дискриминацију или олакшице одређеним дјелатностима и/или категоријама грађана. С друге стране, макро аспект поменути политике се испољава кроз захватање и прерасподјелу дијела дохотка и акумулације националне привреде, због чега је она значајан дио економске политике.

На привредне субјекте фискална власт може да утиче преко буџетске политике, али и преко политике буџетских прихода, тј. путем јавне потрошње и пореске политике. Другим ријечима: одмјеравањем висине и структуре јавних расхода и прихода држава утиче на привредне учеснике, усмјерава привредну активности, те обезбјеђује услове за даљи привредни раст.

1.1. Функције и циљеви фискалне политике

Примењујући одговарајућу фискалну политику постижу се фискални и нефискални учинци који треба да су у складу са дефинисаним фискалним и нефискалним циљевима који се пред њу стављају. Учинци фискалне политике су у основи краткорочни циљеви и уколико се желе постићи и неки дугорочни циљеви, то се постиже измјенама самог фискалног система.

„Фискална политика има најучинковитије инструменте који директно и индиректно утичу на повећање алокацијске и дистрибуцијске улоге привредног система. Но, у кризним је раздобљима, посебно на самом почетку кризе, стабилизацијска улога фискалне политике незамјењива. Успркос опречноме стајалишту фискалиста и монетариста, суочени с кризом, и једни и други једнако посежу за инструментима фискалне политике. То се догодило и у овој кризи. Невидљивој је руци Адама Смита потребна помоћ видљиве руке Џона М. Кејнеса у рјешавању кризе”.¹

Посматрано са макроекономског аспекта, фискалном политиком се остварују следеће основне функције:²

- *стабилизациона* - носиоци фискалне политике настоје да преко инструмената фискалне политике управљају привредним циклусима, тј. јавља се у функцији антицикличног дјеловања.

¹ Јурчић, Љ.: „Финансијска криза и фискална политика”, Економски преглед, вол. 61, (5-6) стр. 321.

² Више о овоме видјети у: Горчић, Ј.; Анђелковић, М. *Јавне финансије, финансијско право и економија јавног сектора*. Ниш: Проинком, 2005. стр. 551-553.

Овим мјерама се дјелује на оживљавање привреде у случају рецесије, односно на обуздавање инфлације у случају бржег раста тражње од понуде.

- алокативна подразумејева алокација расположивих средстава између јавних и приватних добара, јавног и приватног сектора. Осим тога, утиче се и на одлуке привредних субјеката у вези са алокацијом ресурса у различите дјелатности.
- преко *редистрибутивне* функције у случају несавршеног дјеловања тржишта држава врши корекцију прерасподјеле националног дохотка.

Ипак, потребно је нагласити да претходно поменута три циља нису искључиво циљеви фискалне, већ представљају циљеве свеукупне економске политике земље, односно да је фискална политика само дио једне цјелине, те да се од ње разликује једино у средствима којима се служи како би ови циљеви били остварени.³ Из реченог произилази да се економска и фискална политика усклађују на начин да се фискална прилагођава економској политици.

1.2. Инструменти и мјере фискалне политике

Инструменти и мјере фискалне политике су различити правни акти, мјере и активности које предузимају креатори и спроводиоци фискалне политике како би остварили њене циљеве.

Одређењем фискалне политике у великој мјери се дефинишу и њени инструменти, односно ниво буџетске потрошње, трансфери, пореске стопе и аутономни порези. Другим ријечима, ако је нпр. у одређеном периоду циљ креатора економске политике - повећање улагања привредних субјеката у одређену дјелатност, тада ће исти кроз смањење пореза, тј. пореских стопа стимулирати предузећа која се одлуче бавити том дјелатношћу. У овом случају фискална власт пореском политиком утиче на привредне токове. Осим тога, уколико би иста предузећа добила и неке друге врсте олакшица или помоћи,

³ Осим ова три учинка фискалне политике може се говорити и о фискалном изравнавању и фискалном капацитету јединица локалне самоуправе, као и о осталим макроекономским учинцима. Више о овоме видјети у: Ролер, Д. *Фискални суштави и опорезивање предузећа*. Загреб: РРИФ, 2009, стр. 130-131.

нпр. субвенције, тада би фискална власт на привредни живот утицала и кроз јавне расходе.

Мјере фискалне политике се у кратком року користе за отклањање поремећаја у понуди и тражњи, а у дугом року служе за подстицање развоја. Другим ријечима, којим мјерама ће се служити прије свега зависи од врсте поремећаја, нпр. у периодима депресије држава интервенише мјерама експанзивне фискалне политике како би подстакла привреду. Ове мјере се спроводе било смањењем пореза од становништва, било повећањем јавних расхода, с тим да посљедње имају јаче дјеловање. За разлику од експанзивне, рестриктивна фискална политика дјелује у правцу смањења расхода и повећања пореза што за резултат има смањење производње, запослености, потрошње и инвестиција.

Односно, уколико се фискалном политиком жели на адекватан начин одговорити условима у датој привреди потребно је прије свега дефинисати цикличност фискалне политике у смислу корелације одређених економских варијабли и стања у привреди. Другим ријечима потребно је утврдити усклађеност кретања појединих варијабли са кретањем агрегатног аутопута.

Неки аутори цикличност фискалне политике дефинишу на следећи начин:⁴

Табела 1. Промјене појединих фискалних индикатора у зависности од стања у привреди⁵

фискална политика	јавна потрошња	пореске стопе	јавни приходи	примарни текући рачун	учешће јавне потрошње у БДП	учешће јавних прихода у БДП	учешће примарног текућег рачуна у БДП
контрациклична	-	+	+	+	-	+0/-	+0/-
проциклична	+	-	+0/-	+0/-	+0/-	+0/-	+0/-
ациклична	0	0	+	+	-	+0/-	+0/-

Контрациклична фискална политика подразумејева мању (већу) јавну потрошњу и више (ниже) пореске стопе у добрим (лошим) временима. Другим ријечима, оваква фискална политика коригује агрегатну тражњу измјенама у јавној потрошњи и/или измјенама поре-

⁴ Kaminsky, G.L., Reinhart, C.M. i Végh, C.A. *When it rains, it pours: procyclical capital flows and macroeconomics policies*. Cambridge: National bureau of economic research, 2004, p.p. 7-10.

⁵ Ibidem, p. 7.

ских стопа, што води стабилизацији привреде (тј. фискална политика је контракциона у добрим и експанзивна у лошим временима).

Проциклична фискална политика подразумијева већу (мању) јавну потрошњу и ниже (више) пореске стопе у добрим (лошим) временима. Оваква политика се зове проциклична јер је експанзивна у добрим, а контракциона у лошим временима.⁶

Ациклична фискална политика подразумијева константну јавну потрошњу и константне пореске стопе током циклуса, без обзира на стање у привреди. Оваква политика нити јача, нити стабилизује пословни циклус. С обзиром на то да је пореска стопа константна током привредног циклуса, и повећава пореску основицу у добрим, а смањује у лошим временима, порески приходи ће имати позитивну корелацију са кретањима у привреди. То, значи да ће примарни текући рачун бити у позитивној корелацији са циклусом. Однос јавне потрошње (нето камате) у БДП-у ће имати негативну корелацију са пословним циклусом јер је јавна потрошња константна, а због пореских прихода који су већи (мањи) у добрим (лошим) временима БДП ће бити висок (низак) у посматраним временима. С обзиром на то да су порески приходи већи (мањи) у добрим (лошим) временима, корелација учешћа пореских прихода у БДП-у са циклусом је двострана, односно може бити позитивна, нула или негативна као што је назначено у табели 1. Као резултат тога, корелација учешћа примарног текућег рачуна у БДП-а са циклусом такође може бити двострана.

Када говоримо о макроекономским учинцима примјене фискалне политике, увијек говоримо о њеним изведеним учинцима. Најчешће спомињани макроекономски учинци су стабилизацијски (регулација глобалне понуде и тражње), учинци на алокацију ресурса, антиинфлацијски учинци, учинци редистрибуције националног дохотка и сл.

1.2.1. Стабилизациона фискална политика

У спровођењу стабилизационе фискалне политике савремена држава се служи сљедећим инструментима: (а) уграђеним, аутоматским стабилизаторима, (б) дискреционим мјерама, (в) формулом флексибилности и (г) нето ефектом фискалне политике (*fiscal leverage*).⁷

⁶ Тзв. феномен „када пада киша, онда пљушти”.

⁷ Више о овим инструментима видјети у: Ристић, Ж. *Фискална економија*. Београд: Савремена администрација, 1989, стр. 394-406.

Аутоматски или уграђени стабилизатори представљају јавне расходе и приходе који при појави макроекономске неравнотеже дјелују аутоматски, тј. без икаквих интервенција државних органа. Као најчешће помињани аутоматски стабилизатори фискалних система савремених држава наводе се прогресивно опорезивање, компензација за незапосленост и субвенције у пољопривреди. Иако имају аутоматско, изразито контрациклично дјеловање, у случају рецесије и инфлације самостално дјеловање ових инструмента није довољно за превазилажење проблема.

Дискреционе мјере, односно смишљена реакција креатора фискалне политике као одговор на промјене у привреди се односе на варијације у буџетским приходима и расходима. Примјена ових мјера би требало да доведе до заустављања негативних или до подстицања позитивних кретања у привреди. Ипак, употреба дискреционих мјера у сврху економске стабилизације пати од одређеног временског кашњења, тзв. *time lag*-а. Ово кашњење се посебно испољава код доношења *ad hoc* одлука, а дискреционе мјере се управо и доносе на тој основи. Као примјер ових мјера могле би се навести промјене у фискалним стопама или основицама, затим фискалне олакшице, одбици и сл.

Комбинацију претходне двије мјере представља *формула флексибилности*. Заснива се на унапријед утврђеном и законски регулисаном систему који ступа у дејство када наступе одређене девијације у економском систему. Односно, активности које ће држава предузети у домену јавних прихода и расхода уколико дође до одређених негативних кретања су прецизно одређене. Ове мјере представљају динамички разрађен систем мјера којима се елиминишу недостаци аутоматских стабилизатора и дискреционих фискалних мјера јер избјегавају *time lag*.

И коначно, *нето ефекат фискалне политике* оцјењује нето ефекат фискалне политике на национални доходак и финалну тражњу у правцу контракције или експанзије.

1.2.2. Фискални мултипликатори

При избору фискалних мјера, креатори фискалне политике морају имати у виду и дејство мултипликатора сваке компоненте финалне потрошње. Односно, приликом разматрања потребе за увођењем фискалних подстицаја треба водити рачуна о (а) квантитативном ефек-

ту повећања јавних расхода на обим производње, тј. снази фискалног мултипликатора, (б) могућностима да се и у сљедећих неколико година финансира високи фискални дефицит изазван повећањем јавне потрошње (фискалним стимулансом), те (в) томе да ли дуг земље, настао усљед високих буџетских дефицита, може да изазове кризу и при нижим нивоима задужености код земаља које су често пролазиле кроз дужничке кризе и инфлацију.

Без обзира на то што су бројне земље свијета у претходне двије године увеле различите фискалне стимулативне пакете, у стручној јавности још увијек не постоји консензус у вези са величином фискалног мултипликатора. По неким економистима њихова вриједност износи 0, а по другима се креће чак и до 1,6.⁸ Још већа непознаница у смислу величине фискалних мултипликатора је када се посматрају земље у развоју, јер су подаци из ових земаља често оскудни и непоуздани. Из овог разлога економисти широм свијета скорашњи рад Илзетскија, Мендозе и Вега, којим се мултипликатори за високо развијене и земље у развоју обрачунавају употребом кварталних података, сматрају изузетно драгоцјеним. Према овим ауторима ефекти мултипликатора зависе од степена развијености земље, режима девизног курса, отворености привреде и задужености одређене привреде.

У земљама са високим дохотком, повећање јавне потрошње (расхода), односно њен утицај на производњу је већи и дуготрајнији у поређењу истим из земљама у развоју. Другим ријечима, непосредни ефекат мултипликатора у развијеним земљама (Сједињеним Америчким Државама) је много већи и износи 0,24 што значи да ће додатни долар јавне потрошње довести до 24 центне додатне производње у кварталу у коме су повећани расходи.⁹ С друге стране, утицај мултипликатора у земљама у развоју је скоро безначајан и износи 0,04. Осим тога, чак и кумулативни мултипликатор у високо развијеним земљама расте од почетне 0,24 (непосредни утицај) до дугорочне вриједност од 1,04. Слиједи да код ових земаља производња расте и

⁸ Више о фискалним мултипликаторима видјети у: Ilzetzki, E., et.al. *How big (small?) are fiscal multipliers?.*, CEPR Policy insight No. 39, 2009.

⁹ Непосредни утицај мултипликатора, у нпр. развијеним земљама се добије када се непосредни утицај (0,05%) подијели са учешћем јавне потрошње у БДП-у (0,21) што износи 0,24. Видјети у: Ilzetzki, E., et.al. *How big (small?) are fiscal multipliers?.* CEPR Policy insight No. 39., 2009. p.3

након пуног утицаја фискалне експанзије. Ситуација је знатно другачија када се посматрају кумулативни дугорочни мултипликатори земаља у развоју који износе само 0,79. У овом случају додатни долар јавне потрошње у дугом року доводи до повећања производње од 79 центи и при томе истискује неке друге компоненте БДП, као рецимо, инвестиције, потрошњу, нето извоз и сл. за 21 цент.¹⁰

Такође, важна детерминанта величине фискалног мултипликатора је и степен флексибилности девизног курса. Наиме, привреде у којима је присутан режим фиксног девизног курса имају вриједности мултипликатора 0,2 који у дугом року расте до 1,5, док се у економијама са флексибилним режимима девизног курса мултипликатор како у кратком, тако и у дугом року не разликује од нуле, тј. фискални подстицај остаје без ефекта.¹¹

С обзиром на то да је у БиХ у примјени режим валутног одбора, односно ригидан систем монетарне регулације, позитивни ефекти мултипликатора се могу очекивати по овом основу.

Сљедећа детерминанта је степен отворености привреде, тј. изложеност привреде међународној размјени (мјереном као учешће спољне трговине (извоз + увоз) у БДП-у). У затвореним економијама мултипликатор износи 0,26, а у дугом року достиже вриједности од 1,6. С друге стране, у случају отворених економија и почетни и мултипликатор у дугом року се не разликује значајно од нуле.¹²

Према подацима Дирекције за економско планирање БиХ учешће спољне трговине у БДП у БиХ се креће око 95% па је ефекат мултипликатора који се може очекивати по овом основу веома низак.

И посљедња, али не и мање важна детерминанта је степен задужености земље. У високозадуженим земљама ефекат промјене производње у зависности од повећања јавне потрошње је мањи и краткотрајан, него у земљама са ниским учешћем дуга у БДП.¹³ Наиме, иако је краткорочни ефекат промјене БДП већи код високозадужених земаља, исти је кратког даха. У ствари, ефекат промјене БДП је једнак

¹⁰ Ibidem. p.3.

¹¹ Ibidem. p.5.

¹² У овој студији су као отворене привреде одређене привреде у којима је учешће спољне трговине у БДП веће од 60%, а у којима је учешће мање дефинисане су као затворене.

¹³ Високо задужене земље су земље са учешћем спољног дуга у БДП-у изнад 50%, а оне са нижим су дефинисане као земље са малим дугом.

нули (статистички гледано) послије само четири квартала и знатно негативан послије десетог квартала у односу на двадесет четири анализирана квартала.

У 2009. години, учешће спољног дуга у БДП БиХ је износило 21,4%, чиме је сврстана у ред умјерено задужених земаља. С обзиром на овакву задуженост БиХ, позитивни ефекти мултипликатора по овом основу се могу очекивати.

1.3. Ефикасност фискалне политике

Глобална рецесија је нагласила потребу за вођењем контрацикличне макроекономске политике. Такође, у циљу подстицања тражње, потреба за фискалним интервенцијама се истакла, како по обиму, тако и у погледу трајности. Ипак, фискалне интервенције немају исто дејство у свим земљама, односно њихови ефекти се разликују у зависности од степена развијености одређене земље. У складу са реченим, подијељена су и мишљења о ефикасности фискалне политике. Стога је приликом креирања фискалне политике потребно посебну пажњу обратити на *структуру фискалних подстицај*, а и *величину фискалног простора*.

Фискални стимуланси утичу како на тражњу, тако и на понуду привреде. Ефекти утицаја на тражњу произилазе из фискалних мјера, тј. директног подстицања агрегатне тражње (нпр. у случају повећања инвестиционих трошкова државе), или из реалног повећања прихода који су дјелимично резултат повећане потрошње (нпр. у случају повећања општих или циљаних трансфера, смањења стопе пореза на приход од рада и сл.).

Избор се најчешће врши између пореских олакшица и јавне потрошње, затим расподеле потрошње између текуће (нпр. повећања плата и пензија) и капиталне, тј. државних инвестиција (нпр. у инфраструктуру и нове пројекте). Ипак, у већини се случајева предност даје јавној потрошњи у односу на смањење пореза и повећање трансфера јер прва има већи мултипликативни ефекат на домаћу производњу, те подстиче привредни раст. С друге стране, пореске олакшице које побољшавају услове за рад, подстичу већа приватна улагања и продуктивне јавне инвестиције, доприносе упошљавању капацитета, те повећавају производне потенцијале привреде у дугом року.

Међутим, одређено смањење индиректних пореза, непродуктивне јавне потрошње или мјере које додатно вјештачки повећавају при-

ватну потрошњу могле би повећати ризик од инфлације и увоза, што би даље повећало притисак на текући рачун и на позицију девизних резерви. Такође, инфраструктурна потрошња која генерише ниске стопе приноса, те уз то омета подстицаје приватној активности, није добра за одрживу економску активност. Значи, приликом избора подстицаја неопходно је водити рачуна о мултипликаторима о којима је већ било ријечи.

Но, без обзира на побољшања у кратком року до којих долази примјеном ових подстицаја, брига око њихових утицаја на јавни дуг привреде у дугом року, те негативних ефеката на глобалну економију и даље стоји.¹⁴

Такође, потребно је размотрити да ли одређена држава може приуштити цијену фискалног стимуланса, тј. да ли ће остварити веће приходе када је опоравак привреде у пуној снази како би сервисирала нови дугове и обезбиједила одрживост? Наиме, иако фискална експанзија може бити потребна за стимулисање економске активности, нема свака земља довољно ресурса за финансирање ових подстицаја. Другим ријечима, постоје земље немају или имају недовољно *фискалног простора* за покретање контрацикличне политике током рецесије. Такође, често ове државе имају и ограничен приступ финансирању на међународном тржишту капитала, бригу у вези са кредибилитетом и одрживости дуга. Слиједи да потреба за фискалним стимулансима захтијева пажљиву процјену фискалног простора и расположивих средстава (финансија).

2. Криза и макроекономска кретања у Босни и Херцеговини

Босна и Херцеговина, као и остале земље Југоисточне Европе, са изузетком Турске, се налази у региону који је претрпио дубљу рецесију. Такође, и опоравак од кризе у Југоисточној Европи тече спорије у односу на друге регионе у развоју.

Наиме, економске активности земаља Југоисточне Европе су нагло пале од друге половине 2008. године. До пада је дошло због смањене тражње за извозним производима, затим тражње за дугорочним потрошним добрима, смањеног обима директних страних инве-

¹⁴ Више о овоме видјети у: Freedman, C. et. al. *Fiscal Stimulus to the Rescue? Short-Run Benefits and Potential Long-Run Costs of Fiscal Deficits*. IMF, 2009, p. 23.

стиција, те прекомјерног задуживања. Сходно овоме, и фискалне позиције економија земаља Југоисточне Европе су се погоршале, а макроекономска ситуација је остала нестабилна. Овакви погоршани макроекономски услови су значили и потребу за предузимањем одређених мјера усмјерених на осигурање стабилности и ликвидности јавних финансија. При томе су неке од ових земаља биле ограничене опсегом могућих мјера због претходних процикличних фискалних позиција, кредита деноминираних у страним валутама, хипотека, те великих спољних дебаланса. Из овог разлога су као антикризне мјере најчешће спровођене различите мјере смањења јавне потрошње, односно јавне штедње и увођење посебних пореза. Босна и Херцеговина је добила новчану подршку Међународног монетарног фонда ради повећаног спољног дебаланса и лошег стања јавних финансија до ког је дошло због претходно вођене експанзивне политике. Но, без обзира на ову помоћ Босна и Херцеговина, а посебно Федерација Босне и Херцеговине се суочила са тешкоћама у поштовању обавеза смањења потрошње договорене овим програмом. Циљани фискални дефицит за 2009. годину је прекорачен и фискални изглед се погоршао, односно дефицит Босне и Херцеговине је у 2009. години износио 5,3% БДП-а, умјесто 4,7% БДП-а предвиђених ММФ програмом.¹⁵

2.1. Макроекономски агрегати у Босни и Херцеговини

Након вишегодишњег константног раста, праћеног у великој мјери спољним и унутрашњим дебалансима, крајем 2008. године је дошло до успоравања економске активности у Босни и Херцеговини. Тенденција пада је настављена, уз изузеће нафтних деривата и електричне енергије у Републици Српској, у свим секторима и у 2009. години. И у случају Босне и Херцеговине, нагли пад тражње за домаћим извозним производима, те скромне директне инвестиције су довеле до наглог пада приватних инвестиција. Другим ријечима, падом извозне тражње, али и цијена извозних производа, дошло је до пада вриједности босанскохерцеговачког извоза. Снажан пад извоза је у великој мјери нарушио оптимизам у економији и довео до наглог пада домаћих приватних инвестиција, али и пада јавних инвестиција

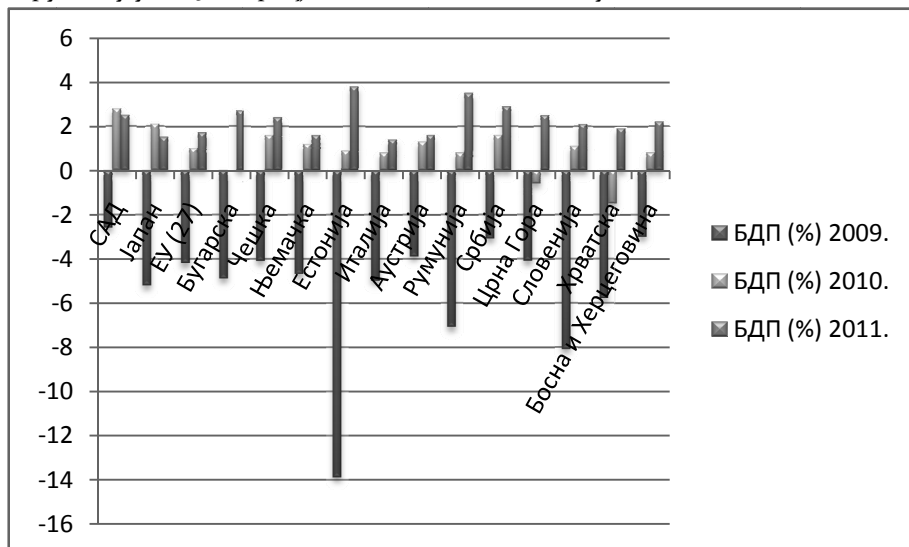
¹⁵ Више о овоме видјети у : *Босна и Херцеговина, први преглед у оквиру stand-by аранжмана*. Европски одјел, ММФ, 2010. стр. 8-11.

узрокованог падом пореских прихода. Односно, све ово је заједно довело до општег пада производње роба и тржишних услуга, интензивнијег смањења броја запослених и успоравања раста плата. Такође, дошло је и до кредитне рационализације и смањења трансфера из иностранства за 10% у односу на 2008. годину. Пооштравање кредитних услова и несигурност која је произашла из тога, су такође смањили потрошњу на капитална и трајна потрошна добра. Приватна потрошња нетрајних добара је у мањој мјери смањена захваљујући умјереном расту плата и социјалних давања. Базна инфлација је остала стабилна, док је са падом цијена хране и енергије званична инфлација прешла на негативну страну.

БДП је у 2009. години забиљежио реални пад од 3% због цјелогодишњег смањења активности скоро свих дјелатности, уз истовремено интензивно смањење броја запослених, те пада потрошачких цијена (дефлацијом).

Кретања, али и предвиђања БДП појединих земаља се могу видјети из следећег графика:

Графикон 1: Упоредни преглед реалног раста БДП-а у међународном окружењу у 2009. и процјена за 2010. и 2011. годину¹⁶



¹⁶ Извор: сопствена креација аутора на бази података и процјена EUROSTAT-а и EBRD.

Негативна вриједност извоза која је била присутна претходних година је знатно смањена усљед већег пада обима увозне робе у односу на пад обима извозне робе. На овај начин је нето извоз нешто ублажио пад БДП-а у 2009. години. Такође, трговински дефицит се смањивао брже од очекиваног, па је дошло до смањења дефицита на текућем рачуну.

Иако је јавна потрошња у 2009. години расла успорено у односу на претходне године, укупна финална потрошња је забиљежила пад прије свега усљед пада приватне потрошње. При чему је пад приватне потрошње био посљедица смањења расположивог дохотка домаћинстава, док је смањење јавних прихода тек успорило раст јавне потрошње указујући тако на значајан дефицит владиног сектора у 2009. години. Према подацима Министарства финансија и трезора Босне и Херцеговине стање укупног јавног спољног дуга Босне и Херцеговине на крају 2009. године износи око 5 милијарди КМ. У поређењу са 2008. годином јавни спољни дуг је порастао за 23,5%, док је његов учешће у БДП-у износило 21%.¹⁷

С обзиром на каснији почетак кризе у односу на окружење, интензитет негативних трендова у Босни и Херцеговини није слабио ни крајем 2009. године, без обзира што је већ у другој половини ове године у највећим свјетским економијама дошло до поновног успостављања позитивног раста. Сагласно овоме, за очекивати је да ће и излазак из кризе тећи спорије него у развијеним земљама.

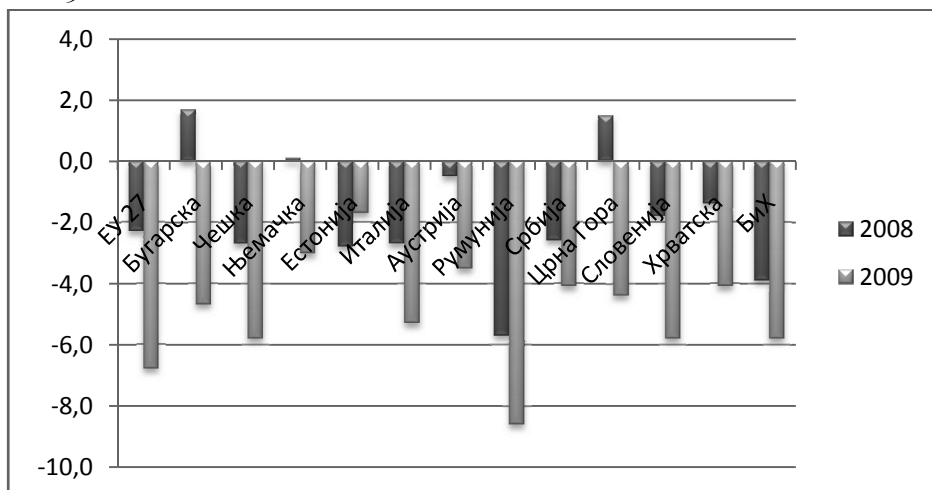
2.2. Босна и Херцеговина и међународно окружење

Уколико се жели добити потпуна слика фискалне позиције Босне и Херцеговине, може се поредити њена фискална политика са истим из земаља окружења, те чланица, или бар неких Европске уније. Слиједом наведеног, у наставку су приказани одређене фискалне категорије БиХ, земаља из окружења, појединих земаља чланица Европске уније, те просјек свих 27 земаља Европске уније.

По оствареним буџетским дефицитима од 2% и 5,8% респективно у 2008. и 2009. години Босна и Херцеговина се налазила међу земљама са нижим дефицитима у поређењу са просјеком ЕУ 27 (2,3% и 6,8%).

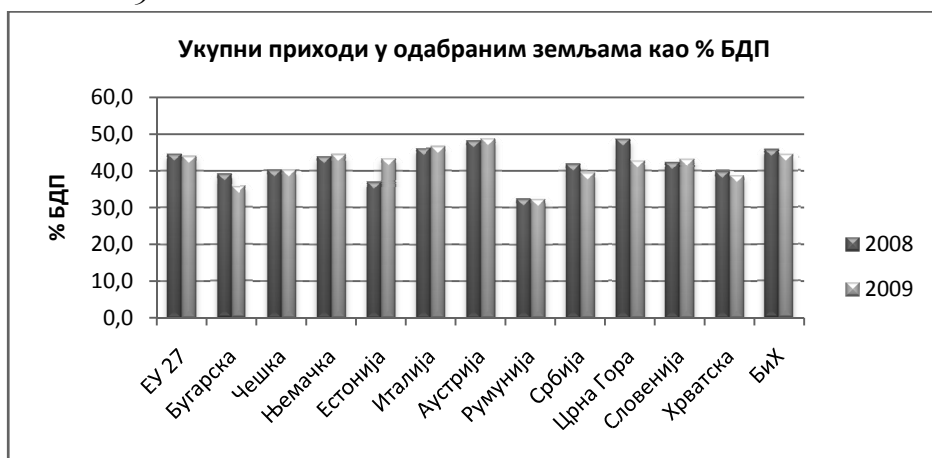
¹⁷ Детаљније о макроекономским агрегатима БиХ видјети у: *Босна и Херцеговина економски трендови, годишњи извјештај*. Вијеће министара, ДЕП, Сарајево, 2010.

Графикон 2: Укупни суфицит/дефицит буџета у одабраним земљама у 2008. и 2009. години¹⁸



Ако се посматра приходовна страна консолидованог буџета државе у 2009. години уочљиво је да приходи чине 44,6% БДП, односно по овом основу Босна и Херцеговина заузима незнатно лошију позицију у односу на просјек ЕУ 27 (44%).

Графикон 3: Укупни приходи консолидованог буџета у одабраним земљама у 2008. и 2009. години¹⁹

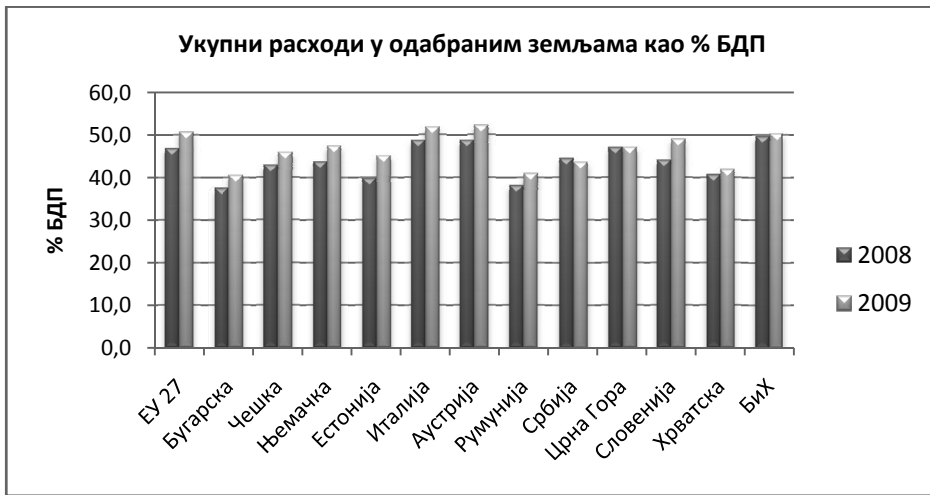


¹⁸ Извор: сопствена креација аутора на бази података EUROSTAT-а и EconStats-а

¹⁹ Извор: Ibidem

Такође, и по основу учешћа расхода у БДП са 50,4% у 2009. години Босна и Херцеговина се налазила на нивоу просјека земаља ЕУ 27 (50,8%).

Графикон 3: Укупни расходи консолидованог буџета државе у одабраним земљама у 2008. и 2009. години²⁰



На основу претходно реченог, може се извести закључак да Босна и Херцеговина својим фискалним показатељима прати трендове ЕУ и земаља из окружења.

2.3. Антикризне мјере у БиХ

Као прву, али и најзначајнију антикризну мјеру владе у извршиле ребаланс буџета. Република Српска је у 2009. години ребалансом смањила буџет са првобитних 1,67 на 1,6 млрд КМ. У истој години Федерација Босне и Херцеговине је чак три пута вршила ребаланс буџета. У овом ентитету, прва два ребаланса су чак повећали укупну буџетску суму. Тек је трећим ребалансом дошло до смањења буџета, па је од 1,6 млрд колико је буџет 2009. године износио у нацрту, на крају износио 2.075 мил КМ у децембру поменуто године. У истој години и влада Брчко Дистрикта је извршила ребаланс свог буџета, па је исти умјесто првобитних 213,36 мил КМ износио 205 мил КМ.

²⁰ Извор: Ibidem

Такође, раст плата у јавном сектору је обуздан, уз истовремено смањење основице за обрачун плата у зависности од дјелатности и положаја радника/државних службеника. Смањене су и накнаде за топли оброк, регрес, потрошњу на материјал и услуге, трансфере различитим категоријама грађана и друге текуће расходе.²¹ Но без обзира на оваква смањења јавних прихода и расхода, фискални дефицит остварен у 2009. години је, умјесто планираних 4,7% износио 5,3% БДП.

У 2008. години формирано је Фискално вијеће као институционално рјешење којим би се могло спречити спровођење процикличне фискалне политике у наредном периоду. Наиме, у 2008. години је донесен Закон о оснивању Фискалног вијећа којим су дефинисане прилично широке надлежности у вођењу фискалне политике (координација фискалне политике између различитих ентитета и нивоа власти, али и доношење глобалног оквира фискалног биланса и политика у Босни и Херцеговини, усвајање приједлога краткорочних и дугорочних макроекономских пројекција, праћење реализације утврђених циљева и критеријума при доношењу и извршавању буџета, као и предузимање корективних мера у овој области). У јуну 2009. године усвојен је и Глобални оквир фискалног биланса и политика у Босни и Херцеговини за период 2010-2012. године као документ који садржи елементе који су носиоцима фискалне политике у Босни и Херцеговини неопходни за израду њихових докумената оквирног буџета за период 2010-2012. године.

Такође, Савјет министара Босне и Херцеговине је средином 2009. године усвојило Приједлог мјера из сопствене надлежности за ублажавање утицаја глобалне економске кризе на привреду Босне и Херцеговине. Исте су убрзо биле усвојене и од стране Фискалног вијећа Босне и Херцеговине. Ове мјере представљају дио заједничког и ширег пакета мјера које Савјет министара Босне и Херцеговине спроводи заједно са ентитетским владама у складу са својим надлежностима. Пакет од 16 мјера усмјерен је на очување стабилности банкарског сектора, ублажавање посљедица кризе на привреду и ангажовање свих расположивих јавних средстава у складу са законима. Овим пакетом мјера предвиђено је повећање висине осигураних депозита на

²¹ Под овим трансферима се мисли на трансфере цивилним и војним инвалидима и носиоцима признања, борцима, цивилним жртвама рата и др.

50.000 КМ и повећање ликвидности банака ангажовањем додатних слободних буџетских средстава, имплементацију законског рјешења увођења посебне путарине у износу 0,10 КМ/1 деривата нафте како би ентитетске дирекције, односно јавна предузећа за путеве могле испоштовати обавезе у вези с кредитним аранжманима. Предвиђене су и подстицајне мјере у смислу обезбеђења микрокредита, кредита за мала и средња предузећа, подршке инфраструктурним пројектима на општинском нивоу, изградње институција за повећање конкурентности привреде, изградње институција у области финансијског надзора и сл.

Другим ријечима: на расходовној страни су донесени и усвојени ребаланси буџета, усвојене измјене и допуне закона о платама и усвојен је тзв. Интервентни закон у Федерацији, односно Закон о начину остварења уштеда у Федерацији Босне и Херцеговине. Овај закон је наложио уштеде на платама, накнадама, трансферима и другим текућим расходима током трајања ММФ овог програма. Конкретно, Закон је увео смањење од 10% у односу на ниво из децембра 2008. године у следећим расходима: платама свих буџетских корисника, трансферима цивилним и ратним инвалидима и носиоцима признања, трансферима за војне пензије под повољнијим условима, трансферима цивилним жртвама рата и у свим преосталим текућим расходима. Уз то, Закон уводи горњу границу од 1% просјечне плате за накнаду за топли оброк, смањује регрес на 50% просјечне плате, те обуставља исплату накнада за учешће у раду комисија, накнада за прековремени рад и рад по основу уговора о дјелу. Осим на федералном, уштеде су предвиђене и на нивоу кантона, општина и социјалних фондова. Планирано је да се овим програмом мјера остваре уштеде у Федерацији Босне и Херцеговине од 1,7% БДП.

Јавна потрошња у Републици Српској је обуздана смањењем накнада запосленим у зависности од дјелатности коју обављају и позиције у служби, нижим дневница за службена путовања, уједначавањем Правилника о накнадама, замрзавањем запошљавања за цијелу годину, ревидирањем и смањењем борачких и инвалидских бенефиција, нижом текућом као и непродуктивном капиталном потрошњом. И у овом ентитету се мјере примјењују подједнако, на ентитетском и општинском нивоу. На овај начин су у Републици Српској планиране уштеде од 0,3 % БДП.

Осим уштеда на расходовној, одређене измјене су учињене и на приходовној страни међу којима се истиче усвајање новог закона о

акцизама чијом примјеном су обезбијеђена додатна средства за ентитетске буџете. Такође, у Републици Српској су извршене и одређене измјене у Закону о порезу на доходак.²²

Предвиђене су и одређене структурне фискалне реформе као нпр. накнаде на бази права, цјеловита реформа пензионог система, буџетски процес, односно његово унапређење. Мишљења смо да је и реформа јавне управе у смислу рационализације административног апарата добродошла.

Такође, потребно је подстицати сектор пољопривреде како би се преко истог ублажио социјални притисак, али и подстакла домаћа производња која би могла бити супститут увозним производима. Проблем подстицаја пољопривреди се додатно наглашава након изузетно тешке године, односно године у којој су сточни фонд, али и друге пољопривредне културе скоро уништене за вријеме поплава.

Осим овог сектора, по нашем мишљењу потребно је подстицати извозне произвођаче, али и развој малих и средњих предузећа. С друге стране, све већим наметањем обавеза привреди, у смислу повећања пореза и доприноса послодавци се доводе у све лошији положај, што би могло довести до тога да „нови порези поједу привреду”.

Пожељно је и повећање јавних инвестиција, у смислу подстицања домаћег грађевинарства због директног и/или индиректног утицаја које инвестиције имају на повећање БДП.

Такође, као код пољопривреде, и у области индустријске производње је потребно подстицати развој нових производа, производних процеса и технологија како би се увозни производи могли супституисати домаћим.

Поменуте мјере (осим оних које повећавају оптерећење привреде) су допринијеле или могу допринијети стабилизацији јавних финан-

²² Предвиђено је да се пореска основица умањује за: 900 КМ на годишњем нивоу по сваком издржаваном члану уже породице, камате за стамбени кредит једине стамбене јединице обвезника и износ уплаћеног пензијског доприноса за добровољно пензијско осигурање до 1200 КМ годишње. С друге стране, износ личног одбитка који је умањивао пореску основицу је укинут, капитална добити из продаје имовине која је коришћена за личну употребу је опорезована, трошкови топлог оброка који припрема послодавац или које послодавцу доставља предузеће регистровано за угоститељске услуге су ослобођени од плаћања пореза у максималном износу од 3,5 КМ дневно по запосленом или у мјесечном максималном износу од 77 КМ по запосленом. Осим тога, стопа по којој се плаћа овај порез је повећана са 8% на 10%.

сија у условима економске кризе, што ствара полазну основу за излаз из кризе. Исте су предузете са циљем осигурања ликвидности система, стварања предуслова за привредни опоравак и конкурентну привреду, те сљедствено овоме, услова за остварење високог стандарда и квалитета живота грађана. На основу ових мјера потребно је креирати смјернице за дјеловање будућих економских политика.

Закључак

Посљедња економска криза је још једном указала на многоструке несавршености тржишта, те неопходност државног интервенционизма како би се привреда вратила на пут одрживог развоја. Наиме, својим активностима држава може, стварајући подстицајно окружење подстаћи привредни раст, али не може замијенити приватну иницијативу и одговорност. Управо враћање тржишта у стање равнотеже, алокацију ограничених ресурса, те корекцију дистрибуције националног дохотка држава врши преко своје фискалне политике. При томе, својим упливом држава не смије гушити слободно дјеловање тржишта.

Но, без обзира на неопходност државног уплива, међу економистима се воде бројне дебате око предности и недостатака фискалних стимулативних пакета за којим су, у претходне три године, посегнуле скоро све државе. Једни сматрају да су подстицају корисни само у кратком року, а да у дугом воде ка перманентно већем задужености земље, док их други сматрају а ригорі корисним. Случај Грчке, Ирске и неких других земаља су доказ да су интервенције влада, поред позитивних ефеката, имале и негативних последица. Односно, средства улагана у борбу против рецесије и финансијске кризе у многим земљама свијета су се одразила на повећање буџетског дефицита. Мишљења смо да су у периодима кризе и рецесије подстицаји корисни, али да их је потребно смањивати упоредо са привредним растом.

Ширење кризе у земљама у развоју, а посебно њен утицај на реалну економију, укључујући стање у погледу запошљавања и социјалне ситуације и даље траје. Евидентно је да ће Републици Српској и Босни и Херцеговини бити потребно доста времена за опоравак, будући да се прогнозира да ће покретање економских активности главних трговинских партнера тећи споро. Уз то ће и прилив капитала за стимулисање домаће тражње вјероватно остати слаб.

С друге стране, уколико се узме у обзир да су Република Српска и Босна и Херцеговина мале отворене привреде, те да се мјерама фискалне политике утиче на опредјељење предузећа и појединаца између штедње и потрошње, извоза и увоза и сл., значај али и могућности стабилизационе функције босанскохерцеговачке фискалне политике се додатно наглашавају. Ипак, с обзиром на уставно-правно уређење Босне и Херцеговине и надлежности њених конститутивних елемената, алокативна и редистрибутивна функција се одвијају на четири нивоа државне организованости, што спровођење истих тражи додатни напор.

Осим овога, спровођене политике у Републици Српској и Босни и Херцеговини које су за циљ имале стабилизацију, уз претпоставку да ће валутни одбор и ниска инфлација омогућити привреди да се сама извуче из кризе, се показале као лоше. Стимулисан је увоз, што је допринијело затварању великог броја малих и средњих предузећа, односно дошло је до огромног пада домаће производње.

На свим нивоима власти у Босни и Херцеговини су предузимане краткорочне мјере како би се смањио утицај кризе на најугроженије дијелове друштва. У средњорочним оквирима од великог је значаја да се осигура добра фискална политика, с нагласком на ефикаснијој и ефективнијој јавној потрошњи и улагањима. Политике запошљавања и социјалне заштите требају се усмјерити на структуралну незапосленост и заштиту угрожених група. Уколико се, и у дугом року јавне финансије желе одржати стабилним, неопходно је спровести све мјере и реформе до краја, уз повремено ревидирање и редефинисање само у случају да природа мјера постане неадекватна датој ситуацији.

На крају се може рећи да, када се анализирају све прилике и ризици са којима се Република Српска и Босна и Херцеговина суочава у овим изазовним временима свјетске економске кризе, готово је немогуће дати неки потпун путоказ за превазилажење економске кризе. Наиме, привреда Републике Српске и Босне и Херцеговине се и прије него што је глобална криза достигла своју кулминацију већ суочавала са значајним проблемима, што је ваљда довољан разлог да босанскохерцеговачке власти препознају да је вријеме за чекање истекло, те да је потребно одмах спровести низ мјера којима ће се обезбиједити оживљавање привреде и створити предуслови за одрживи развој.

Литература:

1. Босна и Херцеговина, први преглед у оквиру *stand-by* аранжмана. Европски одјел, ММФ, 2010.
2. Freedman, C. et. al. *Fiscal Stimulus to the Rescue? Short-Run Benefits and Potential Long- Run Costs of Fiscal Deficits*. IMF, 2009.
3. Горчић, Ј.; Анђелковић, М. *Јавне финансије, финансијско право и економија јавног сектора*. Ниш: Проинком, 2005.
4. Ilzetzi, E.; Mendoza, E.; Vegh, C.,A. *How big (small?) are fiscal multipliers?.*, CEPR Policy insight No. 39, 2009.
5. Јурчић, Љ. *Финансијска криза и фискална политика*, Економски преглед, вол. 61.
6. Kaminsky, G.L.; Reinhart, C.M.; Végh, C.A.. *When it rains, it pours: procyclical capital flows and macroeconomics policies*. Cambridge: National bureau of economic research, 2004.
7. Ристић, Ж. *Фискална економија*. Београд: Савремена администрација, 1989.
8. Роллер, Д. *Фискални системи и опорезивање подuzeћа*. Загреб: РРИФ, 2009.
9. Централна банка БиХ. *Годишњи извјештај 2009*. [online]. Доступно на: www.cbbh.ba, [приступ 20.12.2010.]
10. Дирекција за економско планирање. : *Босна и Херцеговина економски трендови, годишњи извјештај*, [online]. Доступно на: www.dep.gov.ba, [приступ 22.12.2010.]

*Синиша Куртеш**
*Срђан Амиџић***

ИНТЕГРАЦИОНИ ПРОЦЕСИ ТРЖИШТА РАДА КАО ОДГОВОР НА КРИЗУ У ТРАНЗИЦИОНИМ ПРИВРЕДАМА

INTEGRATION PROCESSES ON THE LABOR MARKET AS A RESPONSE TO CRISIS IN TRANSITIONAL ECONOMIES

Резиме

У условима транзиције и глобализације која доноси своје трошкове, те специфичностима властитог тржишта, мора се јасно дефинисати платформа будућег институционалног дјеловања на тржишту рада. То, управо, подразумејева упознавање са свим елементима поменутих процеса, те дефинисање адекватних политика, уважавајући постојеће законитости, што и јесте циљ овог рада. У раду се на бази компаративне анализе настоји дефинисати позиција Босне и Херцеговине у односу на земље региона, те утврдити мјере које доприносе расту босанскохерцеговачке конкурентности. Увидом у структурне карактеристике тржишта рада Босне и Херцеговине, указује се на она обиљежја радне снаге која је неопходно унаприједити у будућем периоду како би остварили одређене конкурентске предности у односу на земље региона и равноправно се интегрисали на међународно тржиште рада.

* Економски факултет, Универзитет у Бањој Луци, sinisa.kurtesh@efbl.org

** Економски факултет, Универзитет у Бањој Луци

Кључне ријечи: тржиште рада, транзиција, глобализација, интеграција, политика запошљавања.

Summary

In conditions of transition and globalization which bring their own costs, and respecting specifics of domestic market, the platform for future institutional activities on labor market must be clearly defined. All this implies that each element of above mentioned processes must be recognized and adequate politics must be defined, which is the main aim of this article. In this article, comparative analysis is used to define the position of Bosnia and Herzegovina compared to the countries in region, and to determine which measures must be taken in order to increase the competitiveness of BH. Observing structural characteristics of labor market in BH it is pointed out which features of the labor force must be improved in order to achieve competitive advantages in relation to the countries in region and to integrate on international labor market.

Key words: labor market, transition, globalization, integration, employment policy

Увод

Незапосленост се као друштвени и економски проблем самостално одваја и изучава тек почетком 20. вијека, док је апсолутна моћ „невидљиве руке”, која успоставља равнотежу, била императив у радовима економиста 19. вијека. Данас, на почетку 21. вијека, питања о тржишту рада и институцијама на тржишту рада су стављена у фокус у односу на до тада доминантну макроекономску политику, те је ова проблематика постала центар многих дебата у развијеним економијама. Незапосленост је озбиљан проблем сваке националне привреде, без обзира на њену величину, степен развијености или карактер државног уређења. Посљедице незапослености као економског феномена деградирају економске, политичке и шире друштвене односе у свакој држави.

Ефекти брзог развој процеса интеграција уносе нову димензију и нове економско-политичке параметре у све области не само националних и међународних економско-политичких токова и односа, већ и у свакодневни живот и рад свих становника. Посебно се разматра

могућност правилног позиционирања на међународном тржишту рада, те се у анализу укључују различити параметри који могу да се јаве у виду компаративних предности приликом ових интеграционих процеса, а што и представља предмет изучавања овог рада.

Посебно се анализира тржиште рада у условима транзиције и захтјеви који се постављају у процесу транзиције: од социјалистичког привредног система ка тржишно оријентисаном систему, што је уједно предуслов укључивања у међународне интеграционе токове. Стварање законских и институционалних оквира на тржишту рада који су карактеристични развијеним економијама и није толико захтјевно, колико се као проблем намеће потреба да се процес транзиције прихвати од стране радника, те да и они прихвате сношење краткорочних трошкова процеса трансформације, уз гаранције да ће равноправно учествовати приликом подјеле користи који се очекује у будућности. Уколико сам процес транзиције није успјешно проведен, тада и равноправно укључивање једне националне економије у свјетске интеграционе токове није могуће, те се овом проблему кроз рад посвећује посебна пажња.

Тренд процеса интеграције подразумеива суштинске промјене виђења појединих актера према економској политици и њиховог гледања на поменуте процесе. Јавља се одређена забринутости у вези са утицајима интеграционих процеса на само тржиште рада и његове варијабле. Можемо рећи да постоје реалне основе за забринутост, јер као код свих структурних економских трансформација, интеграциони процеси доносе и добре и лоше ефекте. Из тих разлога се процеси глобализације свјетске економије и самог тржишта рада сагледају кроз призму како развијених земаља, тако и земаља у развоју.

У том правцу и посматрамо позицију земаља у развоју, па тиме и Босне и Херцеговине, да кроз модерне и развијене институције тржишта рада незапослене третирају као ресурс, а не као социјални проблем, те користећи његове предности, траже начин да он буде искориштен као фактор развоја и равноправног укључивања у интеграционе процесе.

1. Тржиште рада у условима транзиције

Мутифункционалност на тржишту рада развијених земаља огледа се у сљедећем: утврђивање плата и радних услова кроз дјеловање тржишних сила и процесе колективног преговарања; стварање механи-

зам путем којег се јасно види став радника приликом доношења појединих одлука у предузећима. Ови фактори представљају протутежу интересима капитала у политичком систему.

С друге стране, задаци који се намећу у процесу транзиције од социјалистичког привредног система ка тржишно оријентисаном систему су доста захтјевни и комплексни у свим сферама привредног система. Када говоримо о институцијама на тржишту рада, указујемо на потребу стварања предуслова којим би се омогућила транзиција и што бржи прелазак са социјалистичког система уређивања односа на тржишту рада ка капиталистичком систему уређивања ових односа. Стварање законских и институционалних оквира на тржишту рада који су карактеристични развијеним економијама и није толико захтјевно, колико се као проблем намеће потреба да се процес транзиције прихвати од стране радника, те да исти прихвате сношење краткорочних трошкова процеса трансформације, уз гаранције да ће равноправно учествовати приликом подјеле користи који се очекује у будућности. Акцент се ставља на улогу синдиката и њихово дјеловање, а како радници не би били оштећени од стране власника капитала и државе, те се довели у позицију да поднесу прекомјерно оптерећење током промјена које прожимају цјелокупан привредни система земље.²⁶⁰

Способност институција на тржишту рада, посебно синдиката, да промовишу тржишне реформе и убиједи раднике да прихвате транзиторне трошкове, док их истовремено штите од ширења капитализма и „умирања” државних фирми, имаће дубоке ефекте на успјешност процеса транзиције. У наставку даје се теоријски оквир помоћу којег се сагледавају ефекти различитих тржишних „договора” на тржиште рада.

1.1. Квантификација односа трошкова транзиције и ставови радника

Сама анализа полази од процеса трансформације из система са малим степеном дисперзије у платама, ка систему са значајном мо-

²⁶⁰ Richard B. Freeman, (1992), *What Direction for Labor Market Institutions in Eastern and Central Europe?*, Cambridge, Massachusetts Avenue: National Bureau of Economic Research.

гућношћу дисперзије. Ради једноставности анализе, полазимо од екстремне ситуације по којој сви радници зарађују износ o и запослени су код државе. Постоје категорије људи који ће на на самом почетку процеса транзиције остварити одређену добит од промјене режима и то су обично предузетници, радници запослени у приватном сектору, висококвалификовани радници... Ове групе људи, које можемо назвати добитницима, остварују примања у износу $W > o$ након процеса транзиције. Већина (губитници) губи L кроз пад реалних зарада и запослености. Обично се ради о радницима запосленим у државни предузећима, тешкој индустрији, без вјештина... Ове категорије могу имати користи од процеса транзиције само уколико пређу у добитничку групу, али у почетној фази њихов животни стандард је у паду. Ако је „ p ” вјероватноћа да ће се радници кретати од групе која губи ка оној која добија, очекивана вриједност плата радника након прве године реформи је:²⁶¹

$$pW - (1 - p)L \quad (1)$$

Аналогно овој релацији, вриједност дохотка у другој години би износила:

$$[p + p(1 - p)L]W - L(1 - p)^2 \quad (2)$$

Очекивана вриједност зараде радника у години „ t ” је:

$$[p \sum_{i=0}^{t-1} (1 - p)^i]W - L(1 - p)^t = W - (W + L)(1 - p)^t \quad (3)$$

Како „ t ” расте, све већи број радника припада побједничкој групи, тако да радници временом очекују приход близу W .

Надаље, ако би пошли од непрекидног радног времена овај израз у периоду од o до t би гласио:

$$W - (W + L)(\exp -pt) \quad (4)$$

С обзиром да процес транзиције кошта, горе наведени израз је негативан у почетном периоду $t=0$, те израз добија вриједност $= -L$. Како вријеме пролази, све већи број људи припада побједничкој групи, те се полако вриједност израза креће ка износу W . У анализу се мора узети и каматна стоп „ r ” како би се добила реална садашња вриједност која се мијења:

²⁶¹ Ibidem.

$$W \int_0^t (exp - rt) - (W + L) \int_0^t (exp - rt - pt) = \frac{(pW - rL)}{r(r+p)}, \quad (5)$$

Наравно, промјене морају, у крајњој вриједности, бити позитивне како би се сам процес промјене режима исплатио. Анализа полази од „бесконечног живота” из чисто практичних разлога и користе се различите вриједности „ r ” да би се видјели ефекти различитих година рада на саму вриједност горе наведеног израза. Претпоставка да сви радници заврше у побједничкој групи са платом W је такође из практичних разлога, док се утицај продуктивности међу радницима занемарује.

Горе наведени израз пружа користан оквир ради разматрања користи новог економског програма. С обзиром да старији радници имају на располагању краћи временски период да би се искористиле бенифиције од процеса промјена, вриједност „ r ” је за њих висока. Они ће, вјероватно, имати мало користи од промјена, те ће показати већи отпор у односу на млађе раднике. То потврђује и наклоњеност млађих радника промјенама на тржишту рада која је евидентна у земљама Источне Европе. Још је више интересантно: W и L у горњем изразу могу узети такве вриједности да чак и радници који су у почетном периоду промјена по основу процеса транзиције на губитку, преферирају, више или мање, неједнакости у зарадама ($W - L$). Губитници ће преферирати програм који подиже W за једну јединицу у односу на програм који смањује L за једну јединицу, кади год је $p > r$. Зашто? Зато што предвиђају високе шансе да ће постати побједници и имати више бенифиције од више вриједности W , него од мање вриједности L .²⁶²

Надаље, модел генерише промјене у нивоу подршке процесу реформи полазећи од „фиксираних популације”. На самом почетку постоји широка подршка процесу промјена јер постоје позитивна очекивања од актуелних промјена. У првом периоду имамо „ p ” побједника и „ $1-p$ ” губитника. Побједници су у потпуности задовољни започетим реформама и промјенама, али очекивања добити за губитнике падају

²⁶² Ово је тзв. *Hirschman's (1973) „tunnel effect”*, према којем су људи спремни да оставе по страни властити интерес у раној фази привредног раста ако вјерују да је повећање код других људи сигнал да ће се раст коначно прелити код њих. Ово је аналогно са возачем који се нашао блокиран у тунелу, а који је сретан када се ланац возила поред њега помјера јер вјерује да ово значи да ће се и његов ланац ускоро помјерити.

због смањења броја година у којим могу да остваре добит. У другом периоду имамо „ $p + p(1 - p)$ ” побједника и $(1 - p)^2$ губитника, чија ће корист наставити падати у будућности. У неком периоду T , садашња вриједност постаје негативна за губитнике и они се окрећу против режима, те постају потенцијално масивна опозиција. Видљиво је да како пролази већи број периода смањује се и број губитника, тако да након одређеног периода имамо раст подршке реформским процесима. Резултат је „ U ” крива подршке код које подршка пада док постоје добитници и губитници из процеса транзиције, да би након тога почела расти, када бенифиције од начина функционисања тржишне економије почну досезати до свих чланова популације. Кључни период процеса транзиције је најнижа тачка подршке „ U ”, криве која је уједно и преломна (наредна слика). Ако се 50% или више људи окрене против програма реформе, демократска влада се може повући од валидног програма транзиције, мада, ако остану на курсу, подршка једноставно мора почети расти.

Анализа је знатно комплекснија када дозволимо да постоји могућност промјене у популацији, односно да нови појединци улазе први пут на тржиште рада а старији радници напуштају радну снагу. Претпоставимо да придошлице очекују одређене бенифиције од реформи. Такође, они пружају подршку процесу реформи. Надаље, немогуће је да трошкови транзиције буду равномјерно распоређени на све групе. Лица у пензији се намећу као највећи губитници у тржишним економијама, док постоји могућност и да се радници који се налазе у добитничким скупинама противе реформама, ако их виде као могућу опасност за социјалне исплате или пензије.

1.2. Реформе тржишта рада: ограничења на страни понуде рада

За успјешно провођење процеса транзиције врло је битно разумјети начин на који се понашају и формирају своје мишљење појединци обухваћени овим процесом, односно на који начин они формирају мишљење о својим шансама из процеса промјена. Популацију увијек чине двије групације људи: једна са великом вјероватноћом да ће остварити добити из процеса транзиције, или, како смо их до сада називали, добитници, и друга група чија очекивања од процеса транзиције нису велика, или губитници ових процеса. На самом почетку сваки појединац формира властита очекивања од процеса реформи,

док се тако формирана очекивања у будућности ревидирају на бази стечених искустава. На примјер: рецимо да постоје коректна очекивања у успјех од процеса транзиције и да је појединац формирао властиту вјероватноћу у износу „ $p=0,25$ ” у првом периоду, након тога он ревидира своја очекивања, на износ рецимо „ $p=0,20$ ” у другом периоду, затим „ $p=0,16$ ” у трећем, и на крају се почиње противити програму реформи.²⁶³ Крајњи резултат је „ U ” крива подршке, већ помињана, а као резултат пада подршке лица са високом вриједношћу „ p ”.²⁶⁴

Узимајући у обзир горе наведене резултате, још једном се указује на значај убјеђивања губитника у процес транзиције ка тржишној економији: да ће и они на крају остварити добит од самих реформских процеса. У свијету постоје различити типови радника (по старости, квалификационој структури, полу...) и унутар сваке ове групе постоје појединци који брже остварују корист од процеса транзиције и они који до те користи спорије долазе. На примјер: млађи радници су приврженији промјенама у односу на старије, високообразовани радници такође преферирају више промјена у односу на оне са нижим степеном образовања итд. Губитници ће се опирати реформским процесима, осим ако увиде да појединци слични њима остварују одређене бенифиције на основу програма транзиције: радници који носе „плаве оковратнике” ће очекивати добит само ако виде раднике који припадају овој групи како остварују добит од процеса транзиције.

Подршка реформама се огледа кроз успјешна и профитабилна предузећа којима ови процеси иду на руку и у тим предузећима се налазе радници који подржавају реформске процесе (приватни сектор). С друге стране, синдикати, ограничавајући се на раднике губитнике ових процеса (обично је то јавни сектор), могу бити и јесу значајан ограничавајући фактор ових процеса. Истичемо и то да сами синдикати могу подржавати реформске процесе уколико се прихвати великодушнија подјела остварених резултат у економији, а у

²⁶³ Ово прати једноставан начин ажурирања очекивања на бази релације $p_t = 1/(4 + t)$, гдје је „ t ” број година у којим појединац није успио да пређе у побједничку групу.

²⁶⁴ Richard B. Freeman, (1992), *What Direction for Labor Market Institutions in Eastern and Central Europe?*, Cambridge, Massachusetts Avenue: National Bureau of Economic Research.

корист радника. На тај начин би постојали видљиви примјери радника који су остварили бенифиције из процеса реформи.

„U” крива, као облик криве која указује на подршку процесима реформе, упућује на вријеме када би држава, различитим програмима подршке (бенефицијама), требало да подржи реформске процесе. Закључујемо да интервенција државе треба бити концентрисана у периоду када је подршка реформским процесима на дну (U), радије него да се расподијели на читав период.

Посматрајмо шта се може десити у тржишним економијама када подршка реформама почне нагло да пада дуж „U” криве. Многи људи су, као што смо већ навели, изгубили вјеру зато што припадају групи коју називамо губитницима. Специфичне групе радника – рудари, радници у тешкој индустрији – могу да виде своју шансу, захтијевајући значајну помоћ или специјални третман за своје секторе, и могу бити препрека покренутим реформским корацима. Ако влада настави са задатим курсом, опасности за реформе могу бити масовни протести, штрајкови итд., а што представља велику бригу у тржишним економијама. Такав вид колективне акције може бити основни фактор неуспјеха. Ако постоји већи праг толеранције за трошкове транзиције, програм ће функционисати, али ако се губитници противе, програм, врло лако, може доживјети неуспјех. Као резултат ових кретања влада може одустати од започетих програмских реформи. Опасност да би се могло ради краткорочних трошкова и одустати од неопходних реформских корака, може се превазићи таквим тржишним аранжманима којим се отежава колективна акција противника реформи који полазе само од краткорочних циљева, те ограничити снагу синдиката која би била у супротности са принципима потпуног дјеловања капиталистичког система.

У том циљу реформске владе треба да имају поуздан план реализације реформских активности и да дјелују полако ради ширег друштвеног интереса, уз подржавање веза на тржишту рада, заснованих на slabим институцијама у току периода транзиције. Ипак, нико – чак ни економски експерти – не знају са сигурношћу исправан пут ка тржишној економији, и ниједна влада, колико год настојала да тај пут пређе што прије, није имуна на проблеме појединих групација друштва, и није лишена социјалне одговорности. Често поједине тешкоће прелазе на рачун остатка друштва. Надаље, чак и најбоље креиран програм стабилизације и процеса транзиције може и крене по лошем. Рецимо, трошкови инфлације могу бити виши него што се

очекивало, незапосленост и пад производње може превазилазити очекивања. Радници, пензионери или дјеца могу испаштати више него што се очекивало. Постојање веће несигурности по питању самог нацрта реформи и мањи проценат уважавања реалности живота грађана, подразумејева већу потребу да институције на тржишту рада обезбједе повратну спрегу о стварним ефектима програма. Те информације треба да представљају смјернице за промјене структуре трошкова и бенифиција самог програма. Најефикаснији систем који омогућава преношење информација/притиска овог типа се огледа кроз постојање конфедерације синдиката.

2. Утицај интеграционих процеса на тржиште рада

Талас економске либерализације на коме се темељи глобализација свјетске привреде, одражава радикалну промјену става према економској политици. Међутим, у исто време, постоје извјесне забринутости у вези са импликацијама интеграционих процеса на запосленост и неједнакост доходака. Постоје објективне основе за забринутост. Као и код свих далекосежних економских трансформација, интеграције стварају и добитке и губитке.²⁶⁵

У савременој литератури се издвајају четири основне области забринутости или извора губитака:

- страх у индустријски развијеним земљама да интеграције стварају нову међународну конкуренцију из новоиндустријализованих земаља, што изазива растућу незапосленост и пад релативних најамнина међу неквалификованим радницима у индустријализованим земљама;
- слична забринутост у земљама у развоју и земљама у транзицији да ће либерализација довести до губитка посла и неједнакости најамнина;
- настанком глобалног тржишта рада ствара се могућност укупног пада најамнина и стандарда рада;
- могућност да глобализација имплицира губитак аутономије националне економије и економске политике.

²⁶⁵ Марјановић, Г., (2003), *Утицај глобализације на запосленост и неједнакост доходака*, Универзитет у Нишу: Економске теме.

Брзи развој свјетске трговине, страних директних инвестиција и међународних финансијских токова, главне су манифестације све веће глобализације свјетске привреде. Овај феномен је био вођен економском либерализацијом у свјетској трговини, подстицањем страних директних инвестиција и дерегулацијом финансијских тржишта. У исто време, технолошки развој и развој информационих технологија, повећао је ефекте ове либерализације.

2.1. Интеграциони процеси у развијеним земљама

У индустријски развијеним земљама присутно је више опречних ставова и мишљења о негативним ефектима интеграција на запосленост и пад најамнина. Постоји могућност да повећан увоз из земаља са ниским најамнинама, уништава производна радна места, нарочито у радно-интензивним секторима, и да утиче на неједнакост најамнина. Ерозија радно интензивних послова проузрокује пад тражње за неквалификованим радом, што даље утиче на пад њихових доходака у односу на обученије раднике.²⁶⁶

Други извор забринутости се тиче утицаја све већег одлива страних директних инвестиција у привреде са ниским најамнинама, које су привучене нижим трошковима. Наиме, нискоквалификована радна мјеста се „извозе” у земље са ниским најамнинама, кроз реалокацију, што такође доводи до смањења тражње за нискообученим радницима у развијеним земљама.

У академској литератури се појавила дебата о томе колико су емпиријско јаки ови ефекти. Расположиви докази сугеришу да су и трговински и инвестициони токови били само минорни фактори који стоје иза повећања незапослености и неједнакости најамнина у развијеним земљама. Много већи утицај су имали други фактори, као што су: нижи привредни раст, технолошке промјене, институционалне промјене на тржишту рада (нарочито дерегулација и десиндикализација), затим повећано учешће удатих жена у радној снази итд. Осим тога, на примјер, удио производне запослености у САД је само 21%, а само четвртину од тог износа чини запосленост у радно интензивној производњи.

²⁶⁶ Ibidem.

Слични аргументи се примјењују у погледу става о губитку посла због одлива директних инвестиција у привреду са ниским најамницама. Већи дио производње у индустријализованим земљама данас су обучене и иновативно интензивне индустрије, на које су утицаји и ефекти интеграција релативно мали.

2.2. Интеграциони процеси у земљама у развоју

У земљама у развоју и транзицији постоје бројни и веома оправдани извори забринутости у погледу утицаја интеграција и либерализације на запосленост и неједнакост доходака, јер се сматра да ће ови процеси створити високу транзициону незапосленост и проузроковати повећање неједнакости. Губици посла у неконкурентним гранама се одмах јављају, док отварање нових радних мјеста у конкурентним новим гранама може бити пролонгирано неспособношћу финансијског система да прати нове инвестиционе активности, уским грлима у инфраструктури (енергија и транспорт) и мањком обучене радне снаге. Поред ових основних тешкоћа, проблем могу да чине и грешке у политици која прати процес либерализације, у политици макроекономске стабилизације и неадекватној монетарној и политици курса.²⁶⁷

Стога се мора пажљиво управљати овим процесима, не само у погледу брзине и редоследа мјера, већ и погледу осигурања стабилног макроекономског окружења. То укључује јавно инвестирање: да би се разријешила уска грла у производњи, финансијске реформе да би се побољшао приступ кредиту, мјере за обуку новог кадра итд. Мора постојати и активна политика за заштиту и пружање безбедности за оне које је погодила транзициона незапосленост.

У многим земљама у транзицији и земљама у развоју, глобални реформски процеси су довели до повећања незапослености и неједнакости у доходима. То је нарочито озбиљан проблем у земљама гдје су иницијалне доходне неједнакости и нивои сиромаштва били високи. Мале и неразвијене земље, суочене са овако снажним процесима, немају другог избора него да прихвате правила глобалног система, и да покушају да минимизирају негативна, а максимирају његове позитивне особине. Ове земље, међу њима и наша, зависне су од међуна-

²⁶⁷ Марјановић, Г., (2003), *Утицај глобализације на запосленост и неједнакост доходака*, Универзитет у Нишу: Економске теме.

родног окружења, под непрекидном су тензијом глобалних промјена, јер се њихова улога своди на продају ресурса и јефтине радне снаге, од чега највише користи имају развијене земље.

Садашњи ниво теоријске анализе није до краја објаснио растући ниво незапослености и неједнакости најамнина у земљама у транзицији. Овај феномен изазива забринутост и треба усмјерити пажњу на политику која директно или индиректно утиче на позицију и релативни доходак различитих група радника. Политика за бољи приступ образовању и обуци, и политика тржишта рада, које су усмерене на побољшање позиције угрожених радника, све више ће добијати на значају.

2.3. Стандарди рада у условима интеграција

Глобално посматрано, све већи дио радне снаге укључен је у активности које су повезане са међународним токовима трговине и капитала, што ствара блиске везе међу тржиштима рада. Међународне миграције, иако у другом плану, још су један механизам кроз који тржишта рада постају директно повезана. Томе је допринио и колапс комунизма и почетак транзиције ка тржишној привреди, те све веће учешће у свјетској привреди најмногољуднијих земаља у развоју - Кине, Индије и Индонезије. Стога и забринутост да ће интензивнија глобална конкуренција створити притиске ка паду најамнина и стандарда рада широм свијета.

Као главни кривац за такве притиске наводе се транснационална предузећа. Повећана конкуренција на тржишту рада доводи до стратегије минимизирања трошкова који имају неповољне ефекте на ниво најамнина и услове запослености у предузећима. Послодавци могу лакше да замијене домаће раднике страним, путем реалокације производње у иностранство.

Међутим, постоје и они теоретичари који имају супротне ставове (Кругман) и који сматрају да је апсолутни број радника ангажованих на свјетском тржишту још увијек мали. Износи се податак да је у развијеним земљама просечно 70% радника запослено у сектору услуга који није угрожен радницима из неразвијених земаља. Такође, мултинационална предузећа нису тако слободна и покретљива као што се наводи у литератури и глобализацији. У прилог таквом ставу говори податак да 70-75% додате вриједности мултинационалне компаније стварају на домаћем терену.

Сумирајући и једне и друге ставове, неизбежна је констатација да су се десиле квалитативне промјене у глобалном економском окружењу, које утичу на раднике широм свијета и да треба заштитити основне стандарде рада, упркос растућој глобализацији.²⁶⁸

2.4. Утицај интеграција на националне економске политике

Значајан ефекат или посљедица интеграција јесте да она ограничава обим дјеловања националне политике и смањује ефикасност дјеловања њених инструмената. То се односи на макроекономску и политику тржишта рада. Посебно, треба да нас брине ризик од нестабилности у међународном финансијском систему и негативна реперкусија на аутпут и запосленост.²⁶⁹

Поред утицаја на општу економску стратегију, међународна конкуренција утиче на формирање националних политика запослености и рада. Међутим, сљедећи аспекти се не смију занемарити. Прво, једини начин борбе против конкуренције није снижавање најамнина и стандарда рада, већ повећање продуктивности рада кроз инвестирање у развој кадрова, инфраструктуру, истраживање и развој. Друго, повећана економска интеграција не значи и крај аутономији националне политике у погледу стандарда рада. Треће, без обзира на ниво мобилности мултинационалних компанија, треба фаворизовати домаћа предузећа, ако њихова активност представља компаративну предност, чиме се штити постојећа запосленост.

Важан закључак који треба извући из ове дискусије јесте тај да упркос растућој глобализацији, националне политике су још увек главне у одређивању нивоа запослености, најамнина и стандарда рада. Ове политике морају бити осјетљиве на међународну конкурентност, али то не значи да је аутономија политике престала, нити да је смањење најамнина и стандарда рада једини могући одговор на све већу глобализацију.

Међутим, основна тенденција у текућој фази глобализације јесте социјална дисторзија и растућа неједнакост. Истраживања су потврдила да је дошло до повећања неједнакости како у развијеним зе-

²⁶⁸ Марјановић, Г., (2003), Утицај глобализације на запосленост и неједнакост дохода, Универзитет у Нишу: Економске теме.

²⁶⁹ Ibidem.

мљама, тако и у земљама у развоју и земљама у транзицији. Џини коефицијент је промијенио своје вредности од 1980. године до 2000. године у многим земљама: САД од 0,36 на 0,41; Кина од 0,29 на 0,41; Индија од 0,31 на 0,38; Пољска од 0,25 на 0,35, што показује повећање неједнакости. Више него икад потребна је помоћ замијењеним радницима да се преквалификују и реинтегришу у тржиште рада. Постоји већа потреба да радна регулатива заштити осетљиве групе на тржишту рада.

3. Кључни аспекти на глобалном тржишту рада

Другу половину двадесетог вијека карактерише велики број интеграција различитих облика, што доприноси расту међународног промета робе и услуга. Све ово доприноси интернационализацији међународне економије која се током 20 и почетком 21 вијека више развила него у цјелокупној ранијој економској историји. Свјетски БДП у периоду 1900-2000, рачунато у сталним цијенама, порастао је око 19 пута.²⁷⁰

3.1. Актуелна кретања на тржишта рада у условима кризе

Стране компаније, које се у новонасталим условима све више окрећу аутсорсингу у услугама или развоју, све теже проналазе одговарајући кадар, поготово стручњаке из области финансија и рачунарства, а запослени очекују све веће плате. Таква кретања, као и раст надница подгријева страхове да ће инвестирање у земље „нове Европе” за њих изгубити чар, што би могао бити значајан проблем и за Босну и Херцеговину.²⁷¹ Заиста, званични статистички подаци показују да су наднице у Чешкој од 2002. порасле за 45,5 %, а у Мађарској 70,1%. Летонске плате су кренуле са ниске основице, али су ско-

²⁷⁰ Бурда, М., 1995. Labor Market Institutions and the Economic Transformation of Central and Eastern Europe; у Commander, S., Coricelli, F. (уредници) Unemployment, Restructuring, and the Labor Market in Eastern Europe and Russia; The World Bank. Washington, D.C.: 331-360.

²⁷¹ У прилогу тој чињеници говори штрајк радника Шкоде у Чешкој, када су радници тражили повећање плата од чак 24 одсто, а који изазвао је бурне полемике о будућности привредног раста у новим чланицама ЕУ. „Хоћемо да се приближимо платама у Фолксвагену. Радимо исто тако добро као и они”, рекао је Јарослав Повшик, тадашњи шеф синдиката у Шкоди.

чиле за чак 168,3%. Ипак, будући да радници у Чешкој и Мађарској зарађују четвртину, а у Словачкој само петину просјечне европске плате, привредни бум је још у току, а са њим и пад незапослености.

Истичемо и то да је глобализација на европском тржишту рада утицала на поновно враћање на четрдесетосатну радну недјељу у развијеним европским државама које чине свјетску средишњицу. Просјечна радна недјеља краћа од 40 радних сати показала се кочицом бржем економском развоју, повећању продуктивности рада, снижавању трошкова рада, конкурентности домаћих произвођача, уласку страних инвестиција и, прије свега, у рјешавању проблема незапослености.²⁷²

Просечан број радних сати по раднику током једне године износио је: у Јужној Кореји 2.590 сати, 2.124 сата у Јапану, 2.522 у Сингапуру и 2.423 у Тајвану. У Француској годишњи просјек износио је 1.683, у Њемачкој 1.598, а у САД 1.948. Европљани напосто уживају више слободног времена. Према процјенама, амерички радник за вријеме свог раднога вијека одради 40% више радних сати од свог колеге у Њемачкој, Италији, или Француској која и данас има радну недјељу у трајању од 35 сати и највише слободних дана годишње по раднику, чак 34 дана. Тенденција враћања на четрдесетосатну радну недјељу у развијеним европским државама, уз задржавање постојећих надница, резултираће снижавањем трошкова рада у њима, што ће имплицирати додатни притисак на снижавање надница у државама средње и југоисточне Европе. Тако ће се угрозити конкурентска способност слабије развијених европских држава, што нужно значи да ће оне своју шансу потражити у брзој флексибилности тржишта рада и снижавању пореза и доприноса на плате и из плата, или ће бити изложене штрајку капитала. Посљедица ће бити незапосленост, економска стагнација и пад квалитета живљења.

Истина, у условима актуелне кризе између другог тромјесечја 2008. и 2009, број седмичних радних сати радника који су радили пуно радно вријеме смањен је у 24 од 27 земаља чланица. Највећи пад

²⁷² Повећање радне недјеље са 35 на 40 радних сати без повећања плата је био и један од главних услова које је у једној ситуацији пословодство „Siemens“ поставило синдикату IG Metall (2,7 милиона чланова), како не би преселило производњу мобилних телефона у Мађарску. Слично су проблем високих трошкова плата решили „Daimler-Crysler“, те француска творница за производњу аутомобилских делова „Robert Bosch“.

забиљежен је у Естонији (-1,5 часова), Аустрији, Словачкој и Финској (-1,4 часова), Њемачкој и Шведској (обје -1,3 часова), Данској (-1,2 часова) и Словенији (-1,1 часова). Ипак, просјечан пад у ЕУ 27 износи 0,7 сата, а што у крајњој линији и даље даје вриједност просјечне радне седмице изнад 40 сати, односно имамо пад са вриједности просјечног броја радних сата седмично: од 41 на 40,3. Такође, настављен је раст запошљавања висококвалификованих радника, док је пад запослености забиљежен код особа с ниским и средњим нивоом образовања. Регистровано је да је између другог тромјесеча 2008. и почетка 2009. године, запосленост особа које немају високо образовање пала за укупно 4,9%. Међу онима са средњим образовањем, запосленост је пала за 2,6%. За разлику од тога, запосленост оних с високим образовањем порасла је за 3,0%. То су све чињенице које не иду у прилог привредног развоја и раст запослености у земљама у транзицији.²⁷³

Да би се развијене државе одлучиле за пресељење радних места у неразвијене државе и/или мање развијене државе, трошкови рада у укупним трошковима производње морају бити већи од 15 %. У супротном изостају економски ефекти сељења радних мјеста. Трошкови рада у неразвијеним државама крећу се на нивоу 1/3 трошкова рада у развијеним државама.

Рад је један од трошкова производње, али то не значи да ће државе с најјефтинијом радном снагом привући највише улагања. Да би нека држава привукла стране произвођаче нужно је да располаже обученом радном снагом која је у стању да достигне примјерен ниво продуктивности рада. Повећањем продуктивности рада, повећава се и конкурентска позиција државе на глобалном тржишту. У многим случајевима јефтиније је произвести обућу или одећу у мање развијеним државама, као што су Тајван и Јужна Кореја, транспортовати је до тржишта развијених држава, него је продуктивност у њима. Три кључне варијабле за повећање продуктивности представљају: 1) рад 2) капитал и 3) менаџмент.

Низак ниво продуктивности рада у државама мање развијеним и/или неразвијеним државама може значајно да повећа укупне тро-

²⁷³ Database: Eurostat.

шкове производње и тако да озбиљно наруши предност остварену у ниским трошковима рада.²⁷⁴

Лоша обученост радне снаге, низак степен образованости радне снаге, лоша радна етика, апсентизам (...) у мање развијеним и неразвијеним државама, често анулирају предности које се остварују ниским најамнинама. У складу с тим, осим трошкова рада и продуктивности рада, чини се примјереним научно утемељено истражити и друге факторе квалитете радне снаге.

У наставку разматра се модел на бази којег се може донијети одлука о могућем пресељењу производње у неку од мање развијених држава и то са становишта квалитета радне снаге. Оцјена квалитете радне снаге у појединим државама се темељи на методи факторске процјене. Метода се састоји од шест корака: 1) одређивање кључних фактора квалитета радне снаге од значаја за пресељење производње, 2) одређивање пондера важности за сваки од кључних фактора, 3) одређивање скале за сваки фактор (на примјер од 1 до 10, или од 1 до 100), 4) одређивање броја бодова за сваку државу и сваки фактор темељем корака 3, 5) одређивање умношка пондера важности и броја бодова придружених поједином фактору, те утврђивање укупнога збира бодова и б) доношење одлуке о пресељењу производње на темељу проведене квантитативне анализе, односно највећег броја бодова.

Табела бр. 1: Пондерисање ефеката сељења производног процеса

Кључни фактор	Пондер важности	Број могућих бодова			Број остварених бодова (од 100)		
		ДСС	ДСП	ДСПФ	ДСС	ДСП	ДСПФ
Најамнине	0,35	60	70	90	21	24,5	31,5
Продуктивност	0,20	80	70	60	16	14	12,
Радна етика	0,12	75	75	70	9	9	8,4
Степен образовања	0,15	70	70	60	10,5	10,5	9
Понуда радне снаге	0,18	70	75	65	12,6	13,5	11,7
УКУПНО	1,00				69,1	71,5	72,6

Легенда: ДСС – развијене државе, ДСП – мање развијене државе, ДСПФ – неразвијене државе

²⁷⁴ Нека надница радника у развијеној држави који дневно производе 60 комада производа износи 70 €, а радника у неразвијеној држави 25 €, али произведе свега 20 производа током раднога дана. Трошак по јединици производа може се израчунати по следећој формули $T=L/P$, тако да имамо у држави свјетске средишњице ниже трошкове ($T=70/60=1,17€$) у односу на државу свјетске периферије ($T=25/20=1,25€$).

На основу података из претходне табеле, очигледно је да треба донијети одлуку о пресељењу производње у неразвијену државу. Уштеде које ће се остварити у трошковима плата (најамнини), надмашују нешто слабији квалитет радне снаге са становишта продуктивности рада, радне етике, нижег степена образовања радне снаге и нешто слабији квалитет понуде радне снаге. Надаље, промјеном пондера важности појединих фактора могуће је поновно анализирати могућност одлуке о пресељењу производње са становишта радне снаге. Тако су, на примјер, директне стране инвестиције у државе источне Азије биле последица креирања „добре пословне климе” (ниске наднице – испод могуће тржишне цене рада, репресивна радна политика, дуга радна недеља) од стране њихових диктаторских режима, да би се након јачања радничког покрета и повећања плата, страни, али и домаћи капитал почео селити ка државама југоисточне Азије, и то прије свега ка Индонезији, Малезији, Тајланду, Филипинима и Вијетнаму.²⁷⁵

3.2. Босна и Херцеговина и интеграциони процеси

Полазећи од наведеног, приликом компарације Босне и Херцеговине са земљама региона, издвајамо неке од кључних сегмент који требају бити приоритети будућег институционалног дјеловања. Један од основних проблема адекватног позиционирања на међународном тржишту рада јесте квалификациона структура неактивног становништва и становништва које се убраја у радну снагу. Познато је да радници који имају нижи степен образовања теже могу да пронађу запослење, како због сами карактеристика тражње, гдје се обично тражи виши степен образовања, тако због самих карактеристика ниже образоване радне снаге која је мање способна за проналажење запослења.

²⁷⁵ Укупне инвестиције из Јужне Кореје у државе југоисточне Азије повећале су се за 109 пута у периоду од само 10 година.

Табела бр.2: Становништво старо 15 и више година према школској спреми, активности и полу

Земља	(у 000)	Укупно															
		Укупно				Запослени				Незапослени				Неактивни			
		2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Босна и Херцеговина	Стручна спрема																
	Укупно	2.733,0	2.725,0	2.649,0		811,0	850,0	890,0		366,0	347,0	272,0		1.556,0	1.529,0	1.486,0	
	Основна школа и мање	1.339,0	1.297,0	1.242,0		205,0	200,0	212,0		93,0	90,0	67,0		1.041,0	1.007,0	963,0	
	Средња школа	1.217,0	1.252,0	1.229,0		492,0	532,0	562,0		257,0	242,0	191,0		468,0	477,0	476,0	
Изнад средњег	177,0	176,0	178,0	6.585,0	114,0	118,0	117,0	3.262,8	16,0	14,0	13,0	222,2	47,0	44,0	48,0	3.100,0	
Укупно	6.659,2	6.640,9	6.616,8		3.110,0	3.252,6	3.360,7		305,7	240,2	199,7		3.243,5	3.148,0	3.056,4		
Бугарска	Основна школа и мање	2.573,0	2.402,1	2.347,2	2.301,8	507,9	471,6	501,2	466,8	122,4	100,3	84,9	84,2	1.942,6	1.830,3	1.761,1	1.750,8
	Средња школа	2.960,4	3.096,7	3.107,9	3.109,6	1.809,4	1.952,1	2.002,5	1.945,4	150,5	119,3	94,7	115,2	1.000,5	1.025,2	1.010,7	1.049,1
	Изнад средњег	1.125,9	1.142,1	1.161,8	1.173,6	792,7	828,9	856,9	850,6	32,8	20,6	20,1	22,8	300,3	292,5	284,7	300,1
	Укупно	517,3	509,6	513,4		178,4	212,7	221,9		74,8	51,1	44,8		264,1			
Црна Гора	Основна школа и мање	180,7	154,8	156,9		24,7	26,4	27,3		13,5	(8.6)	7,4		142,5			
	Средња школа	269,9	286,6	291,7		113,0	140,0	147,4		53,2	(37.0)	32,6		103,6			
	Изнад средњег	66,8	67,3	19,6		38,7	46,3	47,2		8,1	(4.9)	3,8		18,0			
	Укупно	3.646,4	3.679,0	3.713,0		1.624,2	1.624,0	1.633,0		191,1	174,0	155,0		1.831,0	1.881,0	1.925,0	
Хрватска	Основна школа и мање	1.360,9	1.345,0	1.372,0		304,2	286,0	308,0		39,3	32,0	29,0		1.017,4	1.027,0	1.034,0	
	Средња школа	1.813,3	1.884,0	1.862,0		999,8	1.031,0	1.006,0		130,4	125,0	111,0		683,1	729,0	746,0	
	Изнад средњег	472,2	450,0	479,0		320,2	307,0	319,0		21,4	17,0	15,0		130,6	125,0	145,0	
	Укупно	1.618,5	1.628,6			570,4	590,2	609,0		321,3	316,9	310,4		726,8	721,5		
Македонија	Основна школа и мање	774,1	735,6			166,0	153,3	166,4		118,5	113,6	116,4		489,5	468,7		
	Средња школа	678,8	709,5			296,9	319,9	331,3		173,9	173,1	163,7		208,0	216,5		
	Изнад средњег	165,6	183,5	6.350,3	6.350,3	107,5	117,1	111,3	2.642,7	28,8	30,2	30,3	488,6	29,3	36,3	3.087,8	3.219,0
	Укупно	6.512,3	6.356,6			2.630,7	2.655,7	2.805,3		693,0	585,5	457,2		3.188,6	3.115,4		
Србија	Основна школа и мање	2.601,1	2.460,4	2.422,4	2.430,0	-664,3	651,1	715,4	656,8	-151,3	130,4	90,7	96,9	1.785,5	1.678,9	1.616,3	1.676,3
	Средња школа	3.136,8	3.059,6	3.096,6	3.087,9	1.506,4	1.511,0	1.575,2	1.488,0	-480,9	395,4	315,3	334,9	1.149,5	1.153,2	1.206,1	1.265,0
	Изнад средњег	774,4	836,6	831,3	832,4	460,0	493,6	514,7	497,9	60,8	59,7	51,2	56,8	253,6	283,3	265,4	277,7
	Укупно	1.724,0	1.734,0	1.751,0		961,0	985,0	996,0		61,0	50,0	46,0		701,0	698,0	709,0	
Словенија	Основна школа и мање	477,0	469,0	463,0		150,0	153,0	148,0		13,0	11,0	10,0		315,0	305,0	306,0	
	Средња школа	960,0	971,0	981,0		589,0	601,0	610,0		42,0	32,0	28,0		330,0	338,0	343,0	
	Изнад средњег	286,0	294,0	306,0	51.323	223,0	232,0	238,0	19.873	7,0	8,0	8,0	3.650	56,0	54,0	60,0	27.799

Извор: Статистички информатор број 2., Центар јавних служби за запошљавање земаља Југоисточне Европе, 2009

Једино у Босни и Херцеговини и Македонији је у укупној популацији број незапослених лица са основним и нижим образовањем виши у односу на број лица са средњим степеном образовања. То су неки од разлога лоше ситуације на тржишту рада Босне и Херцеговине и свакако области на које се мора посебно обратити пажња у будућности.

Табела бр. 3: Становништво старо 15 и више година према школској спреми, активности и полу

Земља	Године старости	Укупно											
		Стопа активности				Стопа запослености				Стопа незапослености			
		2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Босна и Херцеговина	Укупно:	43,1	43,9	43,9		29,7	31,2	33,6		31,1	29,0	23,4	
	15 - 24	33,4	33,4	33,2		12,6	13,9	17,4		62,3	58,4	47,5	
	25 - 49	66,0	67,0	68,6		46,5	48,8	53,4		29,5	27,1	22,1	
	50 - 64	36,6	38,9	40,5		30,6	31,9	34,4		16,4	17,8	15,2	
	65+	5,6	5,9	5,4		5,5	5,7	5,4		-	-	-	
	15 - 64 (радни узраст)	51,3	52,2	53,5		35,0	36,8	40,7		31,8	29,6	24,0	

Извор: Статистички информатор број 2., Центар јавних служби за запошљавање земаља Југоисточне Европе, 2009

Као посебан проблем у процесима интеграције Босне и Херцеговине издвајамо непропорционално учешће млађих категорија, као најпродуктивнијих кадрова, у незапослености. Посебно забрињавајуће је то што је њихова незапосленост практично дугорочна. Истичемо да имамо највише стопе незапослености младих лица у односу на све земље региона, чак веће и од Македоније која у региону има најнеповољнију позицију по питању стања радне снаге. Узроци високе незапослености код младих су структурног карактера и у највећој мјери се односе на недостатак радног искуства и неусклађеност система образовања и класификација занимања и дјелатности са потребама тржишта рада. Додатни проблем јесте застаријевање и губљење знања и вјештина услед дугорочне незапослености и немогућности да се знање и вјештине које су стечене у току образовања примијене у радном процесу, што негативно утиче на привлачење инвестиција и равноправно укључивање у интеграционе токове.

На крају, издвајамо значај дјеловања синдиката који се посебно огледа у висини надница, што је резултат преговора између синдиката и државе, а у ситуацији када се држава јавља на страни послодав-

ца. Договори ове природе имају често не само економску, него и политичку страну и неопходно је анализирати њихов утицај на економију у цјелини. Плате у јавном сектору БиХ су забиљежиле снажан пораст у новијој историји. У периоду од 2000. до 2008. године просјечне плате у јавном сектору су порасле за 117%: са 335 евра на 702 евра. Посебно велики пораст је забиљежен у посљедње три године посматраног периода у којима су плате у јавном сектору расле 10% годишње у 2006. и 2007. години и читавих 26% у 2008. години.¹

Овом су допринијела позитивна привредна кретања која су са собом носила раст страних улагања, могућност повољнијег задуживања, као и раст тражње за извозним производима.² Такође, изузетно значајан допринос расту плата су донијеле фискалне реформе у виду увођења ПДВ у јануару 2006, проширење пореске основице као и раст пореских стопа, које су створиле једну фискалну релаксацију која је узроковала раст плата.

Свему овоме треба додати да јавни сектор обухвата око 35% запослених у Босни и Херцеговини у 2007. години, што је повећање са 32% из 2000. године.³ Како бисмо могли направити поређење, просјечни удио броја запослених у јавном сектору у 8 нових земаља чланица опао је са 28% у 2000. години на 26% у 2007. години. Исти омјери су били нешто виши у сусједним земљама, у Србији 32% и 29% у Хрватској у 2007. години али ипак знатно нижи него у БиХ. Тако висок удио броја запослених у јавном сектору у БиХ приказује значај могућег утицаја који одлуке владе у договору са синдикатима могу имати на остатак тржишта рада у погледу плата и запослености.

У оваквим условима из класичне незапослености долази до појаве незапосленост чекања, односно радници из јавног сектора не желе да раде у приватном сектору и убиру бенифиције које им стоје на

¹ Огњен Ђукић, (2009), *Плате у јавном сектору БиХ: наношење штете економији?*, Сарајево: Фонд отворено друштво Босне и Херцеговине.

² Најзначајнија улагања у БиХ се односе на продају Телекома Српске чијим се средствима значајно подигао ниво инвестиционе активности, самим тим и могућност раста плата, као и продаја рафинерије у Броду.

³ Јавни сектор се овдје односи на државну управу на свим нивоима владе, владине агенције као и предузећа са већинским државним власништвом. Одређење таквог јавног сектора је извршено укључивањем слиједећих сектора из НАЦЕ методологије: Л (Државна управа и одбрана; обавезно социјално осигурање), М (Образовање), Н (Здравство и социјални рад), О (Остале јавне комуналне, друштвене, личне услугне дјелатности) и Е (снабдијевање електричном енергијом, плином и водом).

располагању током периода незапослености чекајући поновно запошљавање у јавном сектору. Раст плата у јавном сектору ствара притисак на раст плата у приватном сектору, што у, крајњој линији, смањује тражњу за радном снагом. Логично да у овакви условима уз бржи раст плата у односу на продуктивност, а као што смо објаснили раније, долази до повећаног улагања у капитал интензивне секторе самим тим и мање могућности за запошљавање.

Можемо закључити да је рад један од трошкова производње, али то не значи да државе с најјефтинијом радном снагом привлаче и највише улагања. Да би нека држава привукла стране произвођаче, нужно је да располаже обученом радном снагом која је у стању да достигне примјерен ниво продуктивности рада. Осим трошкова рада и продуктивности рада, битни су и други фактори који опредељују квалитет радне снаге, а тиме и одлуку потенцијалних произвођача о пресељењу производње и радних мјеста. Међу тим факторима издвајају се степен образовања радне снаге, развијеност радне етике и покуда радне снаге, као кључних сегмента унапређења тржишта рада у Босна и Херцеговина.

Закључак

Тржиште рада, као и саме политике запошљавања, налазе се на маргинама активног дјеловања носиоца економске политике у већини транзиторних привреда. Политике запошљавања нису добро осмишљене и на адекватан начин прилагођене новонасталим условима, тачније можемо рећи да се нису ни мијењале у односу на предтаранзиторни период, док је финансијска подршка проактивном приступу тржишту рада изостала. Издвајања за активне политике на тржишту рада су на нивоу 0.1% бруто друштвеног производа или мање, што нас доводи у ситуацију да се нису могли постићи значајнији ефекти на тржишту рада, чак и у условима добро осмишљених и ефикасних политика запошљавања. Политика запошљавања мора представљати равноправни дио опште економске политике једне националне економије, у супротном негативни трендови на тржишту рад ће бити доста дубљи и дуготрајнији.

Раширена неактивност међу становништвом које припада радном контингенту, у комбинацији са високим нивоом дугорочне незапослености и растућим омјером између стопе незапослености младих и просјечне стопе незапослености, указује на важне препреке уласка

на тржиште рада и негативно утиче на конкурентске способности радне снаге. То се посебно односи на младе људе, старије и нискоквалификоване раднике, те особе са здравственим проблемима. Појединци који припадају овим категоријама настоје максимално користити расположиве програме социјалне помоћи, док велика већина њих је саставни дио неформалне економије.

Дио суочавања са стварношћу је и сазнање да су већ годинама једини сегменти запослености који биљеже раст они који су најмање продуктивни - запосленост у јавној и локалној администрацији, неформална запосленост, рад на црно, самозапосленост, помажући рад чланова породице, рад у пољопривреди. Насупрот томе, запосленост за плату у формалном приватном сектору стално опада. Та радна мјеста су најдрагоценија, јер најјасније одражавају стање здравља једне привреде.

Земље чланице Европске уније прилагођавају своје политике на тржишту рада у складу са Европском политиком запошљавања и њена четири стуба. Кроз ове политике се настоји повећати флексибилност тржишта рада, док се велика важност придодaje потреби за дефинисање разлога као и одговарајућих мјера за смањење неусклађености између понуде и тражње на тржишту рада. Раст ефикасности посредничке функције, побољшање система формалног и неформалног образовања, политика оптерећења плата и накнада за незапослене, раст професионалне и географске мобилности представљају основу и у Босни и Херцеговини за раст конкурентности радне снаге и повећања ефикасности тзв. *matching* процеса.

Кретања и рад институција на тржишту рада требају ићи у правцу изградње механизма који ће максимално подржавати конкуренцију засновану на знању, способностима и одговарајућим квалификацијама. Ослободити законски и институционално простор да на тржишту рада дјелују приватне институције и удружења незапослених младих лица, како би се појачала конкуренција и исте били коректив дјеловања државних институција.

Литература

Књиге и чланци:

1. Baker, D., Glyn, A., Howell, D., and Schmitt, J. (2005) 'Labor market institutions and unemployment : A critical assessment of the cross-

- country evidence', in David R. Howell (ed.), *Fighting Unemployment: The Limits of Free Market Orthodoxy*. Oxford: Oxford University Press.
2. Blanchard, Olivier and Wolfers, Justin (2000) 'Shocks and institutions and the rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence', *Economic Journal*, 110(1): 1-33.
 3. Бурда, М., 1995. Labor Market Institutions and the Economic Transformation of Central and Eastern Europe; у Commander, S., Coricelli, F. (уредници) *Unemployment, Restructuring, and the Labor Market in Eastern Europe and Russia*; The World Bank. Washington, D.C.: 331-360.
 4. Ђукић, О., (2009), *Плате у јавном сектору БиХ: наношење штете економији?*, Сарајево: Фонд отворено друштво Босне и Херцеговине.
 5. European Commission 2002. "Employment in Europe 2002 - Recent Trends and Prospects", *Employment and social affairs*; Luxembourg.
 6. Марјановић, Г., (2003), *Утицај глобализације на запосленост и неједнакост доходака*, Универзитет у Нишу: Економске теме.
 7. Richard B. Freeman, (1992), *What Direction for Labor Market Institutions in Eastern and Central Europe?*, Cambridge, Massachusetts Avenue: National Bureau of Economic Research.
 8. Самуелсон, П. А., Nordhaus, W.D. 2000. *Економија*, Мате, Загреб.

Извјештаји:

1. Анкета тржишта рада у Босни и Херцеговини, Јединица за економско планирање при Савјету министара.
2. Статистички извјештаји, Агенције за статистику БиХ.
3. Анкета запослености, Фонд за запошљавање РС и Федерације БиХ
4. Статистички информатор број 2., Центар јавних служби за запошљавање земаља Југоисточне Европе, 2009

СТРУЧНИ ЧЛАНЦИ

*Ново Плакаловић**

ОДГОВОРИ ФИНАНСИЈСКОГ СЕКТОРА БОСНЕ И ХЕРЦЕГОВИНЕ НА ФИНАНСИЈСКУ КРИЗУ И РЕЦЕСИЈУ

RESPONSES OF BOSNIA AND HERZEGOVINA FINANCIAL SECTOR TO FINANCIAL CRISIS AND RECESION

Резиме

Рад се бави економском и финансијском кризом која се прелила из земаља трговинских партнера у Босну и Херцеговину. Кључно питање је како финансијски сектор земље одговара на текућу кризу и шта се предузима у домаћој финансијској сфери у циљу да се ублаже негативни ефекти кризе. Пажња је усмјерена на банкарски сектор и макроекономске финансијске политике. Пошто је монетарни систем у БиХ врло ригидан јер је заснован на систему валутног одбора са фиксним девизним курсом као најмоћнији инструменат економске политике остаје фискална политика. Пријетње опоравку од кризе су екстерни дебаланси, врло високе актуелне стопе незапослености и проблеми у банкарском сектору који могу ескалирати протоком времена.

Кључне ријечи: финансијска и економска криза, криза у БиХ, антициклична економска политика, криза у финансијском сектору.

* Економски факултет, Универзитет у Источном Сарајеву, novoplakalovic@gmail.com

Summary

The paper deals with economic and financial crisis that spilled over from trading partners into Bosnia and Herzegovina. The key issue is how financial sector of the country responds to the current crisis and what measures are taken in domestic financial sphere to mitigate the negative effects of the crisis. Attention is focused on the banking sector and macroeconomic financial policies. As the monetary system in BiH is very rigid because it is based on the currency board with a fixed exchange rate, the most powerful instrument of economic policy remains fiscal policy. A threat to the recovery from crises is external imbalances, very high unemployment rates and problems in the banking system that can escalate to a certain time lag.

Key words: financial and economic crisis, crisis in BiH, countercyclical economic policy, financial sector crisis

Увод

Економска и финансијска криза која се прелила у БиХ из земаља њених главних економских и трговинских партнера свој врхунац је, како се чини, досегла у 2009. години. Питање начина и динамике опоравка и изласка на пут самоодрживог економског раста и развоја је још увијек отворено са неизвјесним перспективама. Финансијски сектор БиХ је преживио први удар кризе, међутим како сада изгледа, извјесно је да ће се сусрести са озбиљнијим искушењима у непосредној будућности. Овај прилог се бави позицијом и могућностима домаћег финансијског сектора и политика из финансијске сфере које могу помоћи или, евентуално, одмоћи у свеколиким настојањима да се преброде тешкоће и превазиђу директне и индиректне посљедице свјетске финансијске и економске кризе на економију БиХ.

1. Ширење кризе, реакција ММФ-а и појава кризе у БиХ

Криза која се појавила 2007. године у напреднијим економијама, проширила се, са временским заостајањем, и на новонаступајуће економије. Криза се у новим економијама манифестовала заустављањем прилива капитала, уз додатна напрезања која проистичу из колапса глобалне активности и цијене робе. ММФ је одмах интервенисао са 163 милијарде \$. Позајмљиви ресурси ММФ су повећани за 500 мили-

јарди долара и ММФ је извршио велику алокацију специјалних права вучења, пласирајући 250 милијарди долара ликвидних средстава у глобалну економију: од тога 100 милијарди земљама у развоју и земљама са ниским дохотком. У марту 2009. године, Фонд је успоставио флексибилну кредитну линију, са роком од 6 од 12 мјесеци. Модел условљавања којег практикује ММФ је модернизован како би се програми боље прилагодили конкретним околностима земаља, па су критерији структурних перформанси стављени у други план. Надгледање и праћење структурних политика и програма је вршено на бази холистичког приступа. Критерији за дозвољавање изузетног приступа су поједностављени и појашњени (ММФ, 2009.).

Новонаступајуће економије су прије кризе биљежиле веома високе стопе раста. Међутим, раст је са собом носио сјеме нестабилности. Са великим приливом капитала, који је подгријао кредитну експанзију (посебно у балтичким земљама), многе новонаступајуће економије су у овај период ушле са прегријаним тржиштем некретнина. Шире прегријавање економије је преведено у апресијацију валута, ширећи дефиците текућих рачуна плаћања са статистички значајним „гепом” аутпута и текућег биланса плаћања. Порасла је пропорција дефицита финансираног креирањем прилива дуга (не страним директним улагањима), а екстерни дуг у односу на БДП је мало опао у земљама са којима је Фонд креирао програме.

Преношење кризе у БиХ (зараза), уствари, није имало тако драстичне посљедице. То, поготово, ако се упореди са ефектима које је криза имала на три балтичке државе: Латвију, Естонију и Литванију¹.

¹ У тим земљама је укупни аутпут смањен у распону од 14 до 25 %, што је много више него у другим државама у свијету. Избјегнут је финансијски колапс који је могла проузрочити пропаст Parex банке у Латвији гдје је шведска Риксбанка одобрила 500 милиона евра и банка Latvia је преко „swap” линије помогла обезбјеђење ликвидности. Parex банка је имала 20% тржишног учешћа. Криза у финансијском сектору се директно одразила на реалну активност и то преко смањења домаће тражње, јер је готово стала кредитна активност. Лоши кредити су крајем 2009. године достигли ниво од 20% од укупне активе у Латвији, а у Естонији је учешће лоших актива достигло ниво од 6%. Страни инвеститори су изгубили повјерење због бриге око стабилности девизног курса односно девизног „peg”-а и банака и утицаја глобалне рецесије. (Purfeld C., Rosenberg B.C.2010.). Јавни приходи су знатно смањени што је утицало на укупну тражњу, па је дошло до пораста незапослености а номиналне плате су опале. Извоз у нордијске земље и Русију, као главне партнере, нагло је смањен. Домаће валуте су јако апресирале, јер су валуте трговинских партнера депресирале према евр. Током 2009. године се десило неколико таласа спекулативних притисака.

Иако је економија БиХ била суочена са значајним екстерним дебалансима као што је дефицит текућег рачуна плаћања, па и прилично натегнутог финансирања домаће јавне потрошње, узроци кризе у БиХ су примарно резултат преливања економске и финансијске кризе из окружења, односно земаља са којима БиХ има најјаче економске везе. Криза је прво утицала на значајно смањење извоза у 2009. години, због смањене тражње за робом из БиХ код њених главних трговинских партнера, затим на оштар пад страних директних улагања и смањен прилив дознака из дијаспоре. На домаћем плану дошло је до наглог обустављања домаће кредитне експанзије и пада домаће тражње. Све то је довело и до великог пада аутпута у 2009. години, односно смањења ГДП од око -3%. То је довело и до пада јавних прихода, посебно оних из пореза. Уз све то иду и смањена очекивања инвеститора и губитак повјерења страних улагача.

Када се посматра ситуација у БиХ, чини се да су ефекти кризе били чак и нешто мањи него у државама у најближем окружењу, односно државама насталим из бивше Југославије.

Банкарски системи су у многим новонаступајућим економијама били доста отпорни због претходно предузетих и реализованих значајних институционалних реформи и адекватних одговора економских политика на кризу. Напредак у овим земљама у прошлости се односио на јачање супервизије, лоцирање и „адресирање” системског ризика, смањење билансних рањивости. Као резултат тога, у многим земљама у којима су имплементирани програми Фонд иницијални услови су били релативно бенигни у односу на услове у претходним епизодама криза. Одговор политике је био благовремен, са усмјереним дјеловањем на потенцијале за нагло смањење прекограничних токова (одлива) капитала, спречавајући да дође до појаве смањења глобалног леверица предузимањем мјера којима се задовољавају почетне ликвидне потребе. Истовремено су учињени напори да се избјегне поремећено „пребацивање” девизног курса преко равнотежних вриједности („overshooting”) у свјетлу великих изложености ризику девизног курса у приватним билансима. То се десило у Бјелорусији, Грузији, Гватемали, Мађарској, Исланду, Латвији и Србији (IMF, 2009.)

2. Цјеновна и валутна стабилност

Током предкризног периода, у БиХ инфлација је одржавана на ниском нивоу². Инфлација је, великим дијелом, „увезена” из земље резервне валуте, јер се највећи дио спољнотрговинске размјене БиХ односи на земље Европске уније. С обзиром да смо увозници енергента и хране, промјене у нивоу свјетских цијена ове робе директно утиче на ниво домаћих цијена. У 2009. години је дошло до негативног раста потрошачких цијена као посљедице рецесије, снижавања потрошње и агрегатне тражње, али и снижавања цијена хране и енергије. Ипак се чини да би у дужем року динамика раста цијена хране на свјетским тржиштима била израженија, јер су врло присутна очекивања даљег раста цијена хране на глобалном тржишту, па треба очекивати да ће у дужем року утицати на пораст општег нивоа цијена у БиХ. У јуну, индекс раста потрошачких цијена износи 2,1% у односу на исти период претходне године (Билтен ЦББиХ, 2, 2010. с.29).

Уколико је раст нивоа домаћих цијена динамичнији него ли раст цијена у земљи резервне валуте, а што је код нас био случај, у условима фиксног девизног курса у односу на евро, домаћа валута у складу са позитивном разликом у расту домаћих цијена у односу на раст цијена у земљи резервне валуте, тежи да апресира (не може се девалвирати због валутног одбора), што има негативне последице на конкурентску предност домаћих извозника. Подаци о кретању трговинског дефицита не показује никакву везу са кретањем реалног девизног курса. С обзиром на чињеницу да је структура извоза и увоза БиХ таква да је збир њихове цјеновне еластичности мањи од један, евентуална залагања за девалвацију не би имала смисла, јер таква

² Висока стопа инфлације је карактеристична за 1998. годину, када је износила 13,3%, што је био резултат акомодације и уравнотежавања нивоа цијена након напуштања бројних валута (њемачка марка, босански динар, хрватска куна, југословенски динар) које су биле у употреби до момента увођења конвертибилне марке. Након тога, раст индекса потрошачких цијена постаје све нижи и то посебно од 2002. године до 2004. године, када варира од 0,4% до 0,6%, па поново до 0,4% у 2004. години. У 2006. години, стопа раста индекса потрошачких цијена („Consumer Price Index”- CPI) се пење на 6,1% на годишњем нивоу, што се тумачи увођењем система ПДВ-а у тој години. Посебан раст нивоа цијена је евидентиран у 2008. години, што се тумачи као инфлација из увоза везана за раст нивоа цијена нафте и хране (Годишњи извјештај ЦББиХ, 2009.стр.22.).

мјера не би дала очекиване ефекте³. Тиме се на индиректан начин одузима кључни аргуменат за напуштање режима валутног одбора, односно актуелног фиксног девизног курса. Наши проблеми су лоцирани у реалном сектору економије и они се не могу ријешити промјеном монетарног система.

3. Динамика економског раста

Иако се говори о високим стопама економског раста у постконфликтној БиХ, на шта упућују и статистички показатељи, те се то истиче као веома позитивна чињеница, не можемо а да не изразимо одређену резерву што се тиче тих оцјена. Остварена динамика економског раста је према честим оцјенама релевантних субјеката, како домаћих, тако и страних, била на задовољавајућем и очекиваном, да кажемо, и потенцијално могућем нивоу⁴. Валутни одбор је осигурао макроекономску стабилност, пораст домаћих и страних улагања, прилив капитала и пораст домаћих кредита и штедње⁵.

Висок раст у 1999. години се може објаснити, тада, масивним приливом иностране помоћи која је током рата је износила 75% друштвеног производа, а у 1999. години 25%, да би се временом постепе-

³ Позивање на Marshall-Lerner услов показује да промјена девизног курса у БиХ неће дати резултате. Тест мјерења корелације у кретању трговинског дефицита и номиналног БДП је показао скоро перфектну корелацију (0,9796). Поређење ап्रेसијације девизног курса у периоду од 1998. године и 2008. године, показује да је, иако је девизни курс у том периоду апресирао за око 10%, трговински дефицит са 54,8% учешћа у БДП 1998. године, смањен на 38,7% БДПу 2008. години. (Ђого, М. 2009).

⁴ Највећи раст БДП је остварен 1999. године, односно 10% per capita те у 2004. и 2007. години и то преко 6%, да би у 2009. години, према процјенама Агенције за статистику, забиљежио реалан пад од 2, 82%, као резултат свјетске рецесије и пада економске активности у БиХ (једино су порасли издаци за потрошњу владе за 3,2%). Без обзира на непрекидно позитивне стопе економског раста у постконфликтном периоду, изузев актуелног пада, економски раст није обезбједио скоро никакво смањење незапослености која износи 42,5% у првом кварталу 2010. године, или 24,1%, узимајући у обзир стопу активности становништва (Агенција за статистику БиХ, 2009.), која се непрекидно одржава. Логика економског раста подразумијева и смањење нивоа незапослености, што овдје није постигнуто.

⁵ Докази о економском расту у земљама са валутниом одбором су евидентни односно емпиријска истраживања показују да је економски раст у земљама са валутним одбором бржи него у земљама са алтернативним системима девизног курса (Gosh, Gulde, Wolf. 1999.), па тако онда произилази да економски раст не трпи од ригидности монетарног одбора.

но смањивала (Демекас, 2002.). Иако је економска и финансијска помоћ упућена у БиХ била изузетно велика, сасвим је јасно да постигнути ефекти те помоћи нису у одговарајућем сразмјеру са њеним обимом (Плакаловић, 2007). Она није, превасходно, усмјеравана на развој сектора извозних производа и услуга, већ махом на инфраструктуру (нужну и оправдану, али истовремено и непотребну у кратком року, као што су спортске дворане, школске зграде, вјерски објекти и друго). Раст у 2006. години, који је оставио снажан утисак и на експерте ММФ-а, који ипак занемарују изузетно ниске стартне основе од којих се кренуло након конфликта, јесте резултат раста извоза за 29%, раста извозних цијена и побољшаног пријављивања пословања након увођења ПДВ-а, што је све скупа било праћено јаком домаћом тражњом, као резултата домаће кредитне експанзије. Економски пад у 2009. години је резултат свјетске финансијске кризе и рецесије, те пада тражње за домаћим извозним производима (метали, сировине и друго), пораста броја незапослених, смањења кредитне активности и домаће тражње.

Према анкети о радној снази, у БиХ је 2010. године било запослено 842.831 становника, док је у 2009. години било запослено 859.218 становника, што је мање за 16.387 запослених, а то значи 0,6 процентних поена мању стопу запослености која сада износи 32,5%. Број незапослених се повећао у децембру у 2010. у односу на 2009, за 42.771. лице (са 272.339 незапослених 2009. године, тај број је повећан у 2010. на 315.110 незапослених особа). Укупна стопа незапослености је са 29,0, у 2007. години, пала на 23,4%, у 2008. години, да би у 2010. години порасла на изузетно високих 27,2%. Од укупног броја запослених, скоро половина је запослена у услужним дјелатностима, а 19,7% у пољопривреди (Билтен ЦББиХ, 2.2010).

Систем валутног одбора уз финансијску либерализацију (реално позитивне каматне стопе и приватизација банака), увођење јаког система регулације и супервизије банака, уз раст доходака, директно су утицали на врло динамичан, па могло би се чак рећи и енорман раст обима домаће штедње. Штедња је генерално веома важна, јер без штедње нема инвестиција нити напретка који води ка стварању богатства. Према Адаму Смиту штедња, и из ње проистекла акумулација капитала, јесте најзначајнији фактор раста. Азијске земље то нису занемариле. Јапан и „азијски тигрови” су имали квантуме домаће штедње чак 50% ГДП (Сингапур). Земља са тренутно највећом стопом штедње, која прелази 50% ГДП је Кина, САД је земља са нултом

или чак негативном стопом штедње, док, истовремено, њени грађани посједују преко милијарду кредитних картица.

Домаћа приватна штедња у БиХ (орочени и штедни депозити приватних нефинансијских предузећа и домаћинстава) која је 1998. године износила 384,4 милиона КМ, а у односу на ГДП износила је 5,2%, попела се на фантастичних 4139,2 милиона КМ, у 2009. години (17,2% према друштвеном производу што је изузетно висока стопа штедње). Иако је наступила рецесија током 2009. године, штедња се у јуну 2010. године чак повећала на 4260,4 милиона КМ, захваљујући првенствено расту штедње домаћинстава за 222 милиона КМ, док је штедња нефинансијских приватних предузећа смањена за око 100 милиона КМ. То се може објаснити генералним суздржавањем становништва од инвестирања због неизвјесности која прати кризу и проблема и губитака у којима су се предузећа нашла. Преломни тренутак од којег почиње раст домаће штедње, посебно штедње домаћинстава, јесте 2001. година, када је дошло до замјене њемачке марке евром и када се штедња домаћинстава скоро утростручила. Тада се у банкарски сектор слило нових 465 милиона КМ од становништва. (Билтен ЦББиХ, бр.1. и бр. 2., 2010.с.148-152.)⁶. Домаћа штедња у БиХ није имала неки посебан значај за инвестирање већ је супституисана иностраном финансијском акумулацијом у виду помоћи иностраних кредита, односно увозном штедњом. Да је повјерење у домаћу валуту пресудно дјеловало, свакако при томе не занемарујући значај пораста доходака и примања становништва, те пораст повјерења у банкарски систем, (што је очигледно важније него ниво каматних стопа на штедне улоге које су иначе стално задржаване на релативно ниском нову), свједочи чињеница да је, поред веома великог пораста обима акумулисане штедње у банкама, валутна структура штедње радикално измјењена⁷.

Раст штедње и прилив страног капитала није у једнакој мјери пратило инвестирање у стална средства. Добар дио улагања је ишао у

⁶ У земљама ОЕЦД-а је примијењена врло јака веза између штедње и инвестиција, односно осјетљивост домаћих инвестиција на промјене обима штедње, „Feldstein-Horioka Puzzle” (1980), док то већ није случај у земљама са нижим нивоима доходта.

⁷ Приватна штедња је у 1997. години била у страним валутама у проценту од 97,1%, 2001. године 87,3%, да би 2008. године износила 71,4% (Билтен ЦББиХ, бр.1. 2010.стр.134.). То је знатно повољније него нпр. у Хрватској гдје депозити грађана у домаћој валути износе тек 20%, а у Србији 17%.

потрошњу, односно у инвестирање у трајна потрошна добра, што је крајем 2008. године, а нарочито током 2009. године, знатно редуковано.

4. Реакције у финансијском сектору и стабилност банака

4.1. Обезбјеђење банкарске ликвидности и солвентности

Мјере које су се предузимале ради разрјешавања проблема у финансијском сектору су биле усмјерене на очување банкарске ликвидности и очување екстерних кредитних линија, те рјешавање проблема солвентности банака. У БиХ мјере су се односиле на јачање ликвидности банака и јачање функције осигурања депозита.

Успостављена је Bank Coordination Initiative (BCI) у земљама Централне и Источне Европе од стране ММФ, Европске комисије и ЕБРД да би укључила приватни сектор у стабилизацију банкарског система, спријечила неконтролисано смањење финансијске полуге и смањење укупне неизвјесности.

Почетком 2009. године, координациони састанак је одржан за Босну и Херцеговину, Мађарску, Румунију и Србију. У БиХ учешће страних банака у банкарском сектору износи 95% и оне долазе из Аустрије, Италије и Словеније. Банке из Аустрије и Италије су скоро једнако присутне и у Мађарској, Румунији и Србији. Договор је био да се одржи изложеност ових банака у земљама домаћинима и одржи адекватан капитал и ликвидност у банкама кћеркама. Оваква обавеза нема законску форму, већ се ради о договору који је, по дефиницији, тешко надгледати. Али непоштовање договора би банке мајке изложило репутационом ризику и трошковима.

Као дио договора, земље домаћини су преузеле обавезу да воде здраву политику, уз подршку програма ММФ-а, фокусирајући се на стабилност и солвентност банкарског система. Стрес тестови банкарског система у појединим земљама и на регионалном нивоу урађени су, или су у току. Политике, у неким случајевима, јачају флексибилност цјелокупног банкарског система. У склопу тих политика, у неким земљама се јача капитал са снажнијим основним акционарским капиталом, Тиер 2 умјесто Тиер 1 (Румунија). У БиХ и Румунији смањене су обавезне резерве, а у Србији је централна банка пружила погодности за обезбјеђење ликвидних средстава банкама. У оквиру

ове иницијативе брига је усмјерена и лоцирана на друге земље како би се спријечило слабљење финансијске полуге. Регионална координација је очито веома важна за коначан успјех Иницијативе.

Земље погођене финансијском и економском кризом су предузимале различите неконвенционалне мјере како би се обезбиједила понуда ликвидних средстава банкама и привреди. То се односило како на напредне економије у периоду 2007-2009. године, тако и на новонаступајуће економије. Ове посљедње су у неким случајевима доживјеле и веће економске контракције него напредне економије (Исхи К. ат ал. 2009.). Неконвенционалне мјере, односно њихово коришћење у актуелној кризи зависи од величине економије, њеног приступа међународном тржишту капитала, валутне депресијације и текућег биланса плаћања. То су неки од кључних фактора који утичу на употребу мјера које олакшавају системску ликвидност.

Тридесетак анализираних економија у настајању је предузело мјере без преседана да би повећале токове девиза и релаксирале оштре кредитне услове. Ове мјере укључују: помоћ у обезбјеђењу девизне ликвидности, аранжмане девизног свопа између земаља, погодности у обезбјеђењу девизне ликвидности и смањење обавезних резерви. Смањење обавезних резерви је извршено у скоро половини новонаступајућих економија и то у свим регионима.

Интервенције централних банака одражавају разлике у економској структури и нису нужно у конфликту са принципима и циљевима политике. Многи од ових фактора су повезани са интеракцијама одређене економије и остатка свијета, као што су: фактори претјеране задужености, кредитне експанзије и секјуритизације који су били присутни непосредно прије кризе. Међународни макроекономски дебаланси могу бити кључна снага која води у кризе. То је конзистентно са погледима у неким политичким круговима - да макроекономски дебаланси доприносе повећању глобалне ликвидности, даље подгријавају кредитни раст и гомилање дугова. Бум цијена нафте и сировина који је претходио кризи и даље појачава глобалне дебалансе.

Иако је монетарни систем у БиХ један од најригиднијих система, Централна банка БиХ практично располаже са једним инструментом монетарне регулације, а то су стопе обавезних резерви, који је и обилато користила. Тај инструмент се показао ефикасним када је требало обезбиједити ликвидност у банкарском сектору који се суочавао са значајнијим одливима депозита. Снижавањем нивоа стопе

обавезне резерве банкама је на располагање стављено око 700 милиона КМ ликвидних средстава, тако да је удар на ликвидност током 2008. године и почетком 2009. године био ефикасно амортизован. У новембру 2008. године, смањене су обавезне резерве: са 18% на, 14%, у јануару 2009. године су смањене обавезне резерве на дугорочне обавезе банака на 10%, а у мају исте године, обавезне резерве на дугорочне обавезе су смањене на 7%. То је банкама ослободило значајне вишкове резерви, а потом су се и оне саме у 2010. години нашле са значајним вишковима слободних резерви.

4.2. Лоше активе

Са рецесијом, квалитет активе банака се погоршава. Кредитна активност се углавном смањује због смањене тражње и „тврђих” услова одобравања кредита. Раст лоших актива („nonperforming loans”) није био забрињавајући у жеку кризе, међутим искуства из прошлих криза говоре нам да се проблеми појављују углавном са временским застојем. То се види у БиХ и у Србији гдје је раст лоших актива већ прилично примјетан и брз. Учешће лоших зајмова је са 3%, у односу на укупне зајмове у 2007. години у БиХ, порасло на 5,8% у 2009. години (подаци ММФ-а, 2010.). Гувернер ЦББиХ износи податак да банке средином 2010. године у својим портфељима имају 8,7% ненаплативих кредита у односу на укупне кредитне пласмане и прогнозира још веће учешће лоших зајмова у непосредној будућности (иначе се процењује да је прихватљиви проценат око 10%). Истовремено истиче и претјерану ликвидност односно вишак резерви од 1,4 милијарде КМ изнад обавезне резерве, што тумачи опрезном кредитном политиком банака узрокованом кризом (Независне новине, 2010). Врхунац проблема се може очекивати у наредних пар година у земљама које су искусиле дубоку рецесију, што ће појачавати притисак на банкарски капитал. Зато би брзи напредак у докапитализацији банака, базиран на очекиваним процјенама квалитета активе и реструктурисање дуга домаћинстава и предузећа, превенирао проблеме у банкарском сектору и утро пут за обнову кредитних токова.

У 2009. години, отплаћени дугорочни кредити становништва су премашили дугорочне кредите овом сектору за 453,8 милиона КМ. Тражња становништва за овим кредитима је јако смањена и квалитет портфолија кредита становништву је погоршан дијелом због презадужености грађана а дијелом због погоршавања њихове економске по-

зиције. Према подацима Централног регистра кредита, скоро 30% кредита грађанима, крајем 2009. године, неуредно је сервисирано. Иако су нови кредитни пласмани становништву смањени, повећано је задужење по свим типовима картица. Искористити дио одобреног износа је растао знатно брже од одобреног износа односно по стопи од 16,2%, а одобрени износ је растао по стопи од 2,9% на крају 2009. године у односу на 2008. годину. Повећање задужења по картицама и кашњење са отплатом указује на јачање кредитног ризика према становништву, што би у наредним периодима могло утицати на пораст резервисања са даљим притиском на профитабилност. Кредитна актива која је пласирана привредним предузећима у укупној активи учествује са 47,2% и смањена је крајем 2009. године за 2,6%. Током 2009. године, предузећима је пласирано 5,8 милијарди КМ нових краткорочних кредита и 1,22 милијарде дугорочних кредита што представља смањење у односу на претходну годину од 16,4% краткорочних кредита и 38,1% дугорочних кредита⁸. Преко 30% кредита предузећима биљеже кашњења у отплати. Неквалитетна актива, односно субстандардна актива у 2009. години износи 3,9%, а на крају трећег квартала 2010. године учешће овакве активе је знатно повећано и износи 6,7%. У 2007. години, само је 1,9% активе спадало у ову категорију. Тако на примјер лоши кредити (категорија Ц и Д) у укупним кредитима банака у Републици Српској у септембру 2010. године учествују са близу 12%, што је јако висок проценат (Агенција за банкарство РС, 2010.).

4.3. Профитабилност банака

Профитабилност банака је смањена, па је, на примјер, приход од капитала смањен са 8,9%, у 2007. години, на 1,1%, у 2009. години, а настављен је пад и у 2010. години због повећања резервисања по основу лоших кредита. Ликвидна актива у односу на укупну активу је

⁸ Дугорочни кредити комерцијалних банака у БиХ предузећима су 1998. године износили 778,4 мил. КМ, да би у јуну 2010. године достигли ниво од 4249,0 мил. КМ, а дугорочни кредити домаћинствима са 204,8, у 1998. години, попели су се на ниво од 6043,0, у 2008. години, а у јуну 2010. су износили 5549,7 милиона КМ. Учешће укупних кредита грађана у БДП у % се са 3,3, у 1998. години, попело на 26,2, у 2010. години (Извор, Билтен ЦББиХ, 2,2010). Наш је парадокс да су кредити одобрени домаћинствима већег обима него кредити одобрени привреди.

смањена са 37,7%, у 2007. години, на 30,9%, у 2009. години. Зајмови у страној валути и зајмови индексирани у страној валути су на приближно истом нивоу: око 74%.

У септембру 2010. године, банке у РС у цјелини су оствариле негативан финансијски резултат у износу од 18,5 милиона КМ. Насупрот томе, у истом периоду у 2009. години банке у цјелини су оствариле добитак од 23,2 милиона КМ. Очекује се даљи раст губитака (Агенција за банкарство РС, 2010.).

Погоршавање општих услова у економији је утицало да у 2010. години дође до раста каматних стопа на дугорочне кредите које банке одобравају привреди и грађанима. Тај раст је посебно био изражен код кредита предузећима гдје су камате у августу 2009. године износиле 5,62% да би у јуну 2010 године износиле 9,11%. (Билтен ЦББиХ, 2, 2010. г.). Притисак на профитабилност банака је довео и до ширења каматног спреда на дугорочне кредите предузећима, и то са 3,18, у 2009. години, на 5,3, у 2010. години, а код дугорочних кредита грађанима са 4,69 на 5,44. Код краткорочних кредита је дошло до благог смањења каматних стопа током 2010. године.

4.4. Очување солвентности банака

Банке које дјелују у БиХ су испоставе, односно банке кћерке страних банака које на неки начин гарантују за њих јер их финансирају било депоновањем средстава, било кредитом, те на тај начин преузимају дио одговорности за здраво пословање тих банака. С друге стране, у одређеној мјери, унеколико амнестирају домаће власти да директно брину о тим банкама. Домаћа супервизија се мора ослањати на европску супервизију с обзиром на поријекло банака. Стабилност банкарског сектора, будући да ЦБА нема функцију „lender of last resort” у највећој мјери зависи од екстерних чинилаца.

У многим европским програмима покренута је и неформална Иницијатива банкарске координације. Ова платформа је укључила владе домаћине, националне супервизорске власти, банке и државне агенције да би се одговорило на потребу координације у високоинтегрисаном финансијском систему. Кроз ову иницијативу (прихваћену у Босни и Херцеговини, Мађарској, Румунији и Србији) европске родитељске банке су се сложиле да задрже изложеност и ако је потребно докапитализују своје подружнице, отклањајући тако бригу о потенцијалним ефектима смањења полуге.

Капитал банака у БиХ је релативно висок. У 2005. години је износио 13,7% (капитал у односу на активу пондерисану ризиком) да би се 2009. године нешто смањило и износило 12,4%. Како се у кризи могло видјети, конзервативна политика, односно опрезна политика регулативе капитала банака и генерално супервизије у БиХ, коју спроводила Агенција за банкарство, показале су се добрим ради превазилажења последица свјетске финансијске кризе на банкарски сектор у БиХ.

Веома је битно да су власти БиХ успјеле договорити са матичним банкама банака које дјелују у БиХ да наставе подршку домаћим банкама. Након договора у Бечу у јуну 2009. године и у септембру исте године у Сарајеву, у оквиру Координационе иницијативе Европске банке (ЕБЦИ), преузете су билатералне обавезе 9 матичних банака (банака мајки), на чијих 13 подружница у БиХ отпада 98,7% активе банкарског сектора у БиХ. Банке мајке су пристале да одрже своју изложеност у БиХ на истом нивоу као у 2008. години, током читавог периода програма и да по потреби изврше докапитализацију банака кћерки. То је врло значајна чињеница, битна са аспекта обезбјеђења будуће стабилности банкарског сектора у БиХ. Повољна је околност што укупна изложеност банака мајки у БиХ није значајна, те су оне могле преузети такву обавезу.

5. Екстерни дебаланси

5.1. Међународна ликвидност и задуженост

Девизне резерве покривају у 2008. години 5,7 мјесеци увоза у БиХ, у 2009. години 4,7 мјесеци, а у 2010. према прогнозама, 5,3 мјесеци увоза. Процент учешћа спољног дуга БиХ у ГДП у 2008. години је износио 48,9%, да би 2009. години, према процјени особља ММФ-а, износио 53%. За наредни период, експерти ММФ-а прогнозирају стални раст учешћа спољног дуга, тако да се врхунац задужености очекује у 2011. години са учешћем спољног дуга у ГДП у проценту од 59,5%, да би након те године почело постепено смањивање спољне задужености, која би у 2015. години износила 48,7% од ГДП. У складу с тим доћи ће до постепеног раста притиска на спољну ликвидност земље, јер ће ниво отплата иностраног дуга (односно годишње сервисирање дуга износити 452 милиона евра у 2010. години са контину-

елним годишњим растом отплата до износа од 1005 милиона евра 2014. године (18,3% од извоза роба и услуга док је то у 2010 износило 11,8%). Очигледно је да ће се терет сервисирања дуга врло брзо знатније повећати, што ће извршити притисак на девизну ликвидност земље и домаћих економских субјеката.

Драстичан пад страних директних инвестиција у посљедњих пар година указује на слабости и ограничености искључивог ослањања на стране директне инвестиције као извора економског раста, развоја и општег напретка⁹. У 2007. години, страна улагања су износила чак 2973 милиона КМ, да би дошло до њиховог наглог пада у 2009. години због економске кризе, на само 346 милиона КМ. У првом полугодишту 2010. године дошло је до негативног раста страних директних инвестиција (дезинвестирања) у износу од -143 милиона КМ, при чему је одлив највећим дијелом ишао према Аустрији и то првенствено у банкарском сектору и трговини на велико. Очигледно је нужна и стратегија ослањања на властите снаге, односно подстицања и развоја домаће производње што би, у некој мјери, смањило рањивост домаће економије.

Криза је смањила дефиците јер је дошло до знатније редукације увоза а снажнијег повећања извоза. У периоду јануар-јуни 2010. године, извоз је порастао у односу на исти период претходне године за 32,2 %, док је увоз порастао за само 4,5%¹⁰.

Кретање дефицита текућег платног биланса (учешће у БДП у %)

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
8,1	10,2	8,4	14,9	21,0	19,4	16,3	17,1	7,8	10,4	15,1	7,5

Текући платни биланс је крајем 2008. године износио -3734 милиона КМ, крајем 2009. године -1807 милиона КМ а у првом кварталу 2010. године -134 милиона КМ.

Очигледно је да су кризна кретања доводећи до смањења домаће тражње утицала на брже смањење увоза од раста извоза, а тиме и до

⁹ Државни рејтинг БиХ, и поред свих невоља у земљи, који је одредила агенција Мооду'с у 2004. и 2005. био је Б3/позитивно, а од 2006. до 2009. Б2/стабилно. Државни рејтинг којег формира агенција С&П у 2009. години је био Б+/стабилно.

¹⁰ Највећи ниво извоза робе из БиХ је достигнут у 2008. години и то 6,7 млрд КМ, а увоз исте године је износио 16,3 млрд КМ. У 2009. години, извоз пада на 5,5 млрд КМ, а увоз пада на 12,3 млрд КМ. Разлика између извоза и увоза у 2008. години износила је -9,6 млрд КМ, а у 2009. години -6,8 млрд КМ. (Билтен ЦББиХ, 2/2010.)

смањења текућег платног биланса, смањујући тако изражене спољноекономске дебалансе.

5.2. Питање девизног курса

Експерти ММФ-а истичу да је кретање реалног ефективног курса (РЕЕР) у БиХ стабилно на бази релативних потрошачких цијена, а вањска конкурентност на бази релативних трошкова јединице рада је побољшана, што подупире повећање тржишног удјела БиХ у извозу. Јединични радни трошкови опадају, јер се смањује запосленост док, истовремено, производња и плате расту. По њиховој оцјени се и структура извоза позитивно помјера у правцу индустријске робе са већом додатом вриједношћу. Раст извозног сектора, који има веће потребе за капиталом (метали и алуминиј), садржи помијерање на више током времена, у односу рада и капитала што изискује опрез приликом тумачења позитивних кретања у конкурентности. БиХ је у погледу пословне климе у заостатку у односу на земље окружења.

Различити су методи идентификовања равнотежног реалног девизног курса: ППП, оцијењени структурни монетарни портфолио билансни модели, билансни приступ или „консензус” заснован на оцјенама извучених из свих модела. Ако се девалвација не може извршити, лош девизни курс може водити ка отежаној ликвидности система, што даље може појачати незапосленост и подривати одрживост девизног курса. Адекватност ЦБА зависи од мјера које се односе на флексибилност зарада и цијена и одрживост државних финансија. Прецијењен курс ће изазвати неравнотежу на тржишту робе у периоду док се не достигне европски ниво инфлације. Балтичке земље су прије кризе ап्रेसијацију ограничиле због високих стопа раста продуктивности којом се одржавала домаћа конкурентност, уз настављање прилива иностраног капитала.

Раст продуктивности рада, коју је врло тешко утврдити у многим дјелатностима због рада на црно, био је динамичан. Тако, на примјер, у периоду од 2004. до 2007. године, раст продуктивности рада у прерађивачкој индустрији, која највећим дијелом учествује у формирању ГДП, износила је 13,5% у Федерацији БиХ, а чак 22,4% у РС. Просјечан раст продуктивности рада у истом периоду у Федерацији БиХ је износио 6,4%, а 10,2% у Републици Српској, што је резултат реструктурисања у многим гранама прерађивачке индустрије и смањења запослености у тим секторима.

У 2010. години (јануар-јуни) је знатније повећан извоз базних метала и производа од базних метала за 60,9%, производа минералног поријекла за 61,4%, производа хемијске индустрије за 56,8%, што све скупа има највеће учешће у укупном извозу.

Вршено је више емпиријских истраживања одговарајућих узорака земаља у развоју, да би се утврдило присуство Balassa-Samuelson ефекта, који описује дугорочно понашање реалног девизног курса. За нас је то битно јер је девизни курс КМ фиксиран, па уколико се овај ефекат појави, то може утицати на реалност девизног курса и тиме евентуално погоршати конкурентност домаће привреде. Разлике у продуктивност рада размјењивих и неразмјењивих сектора производње роба и услуга („*tradable*” и „*nontradable*”) је значајна детерминанта релативних цијена неразмјењивих роба и услуга, што у повратном има директне ефекте на реални девизни курс. Бројна емпиријска истраживања ових ефеката, између осталог, указују да чак пораст продуктивности и конкурентности у сектору дистрибуције у односу на стране земље води у апресијацију реалног девизног курса слично начину на који то чини пораст продуктивности у сектору размјењивих роба.¹¹ Услови размјене такође дјелују на реални девизни курс. Истраживање Choudhri U.E. и Khan M. недвојбено указује на присуство ових ефеката у узорку од 16 земаља у развоју. Релативне цијене неразмјењивих роба и услуга дјелују на реални курс и разлике у продуктивности рада у ова два сектора (размјењиви и неразмјењиви) дјелују на релативне цијене. Услови размјене дјелују на реални девизни курс ако је земља специјализована у производњи размјењиве робе и услуга.

Разлике у расту продуктивности рада у сектору размјењиве и неразмјењиве робе и услуга доводе до бржег раста цијена у сектору неразмјењиве робе и услуга и директно утичу на разлику у стопама инфлације у земљи и у еврозони када је ријеч о транзиционим економијама. Михаљек Д. и Клау М., објашњавају да је у 11 европских транзиционих економија од средине деведесетих до 2008. године око 24% разлика у инфлацији између еврозоне и тих земаља (1,2 про-

¹¹ Дистрибуциони сектор припада дјелатностима које нуде неразмјењиве услуге али једно од објашњења добијених резултата је да овај сектор пружа услуге понуде међуфазне робе које се користе за производњу извозних производа и услуга, па има већи утицај на реални девизни курс него употреба дистрибутивних услуга за испоруку финалних роба потрошачима.

центна поена у просјеку) и око 84% разлика у домаћим релативним цијенама између трговинских и нетрговинских сектора, или око 16% од укупне домаће инфлације (1,1, процентни поен у просјеку), резултат Balassa-Samuelson ефекта. Ако је та разлика (продуктивности рада и релативних цијена) већа у земљама кандидатима него у еврозони, инфлација ће бити већа у земљи кандидату него у еврозони¹². У режиму фиксног девизног курса какав је код нас, то води ап्रेसијацији домаће валуте, а у режиму флексибилног девизног курса, резултат ће у комбинацији номиналне ап्रेसијације и инфлације мјерене индексом потрошачких цијена. Обје ситуације изазивају тешкоће при испуњавању мастрихтских услова за инфлацију и стабилност девизног курса.

Када је земља отворена и фиксни курсеви могу бити корисни ако се трговина доминантно одвија са једном земљом у којој су цијене сталне. У нашем случају се може говорити о испуњености тог услова, јер нам се трговина одвија великим дијелом са земљама Европске уније у којој је раст цијена стабилан. На ЕУ отпада око 56% укупног извоза БиХ, а у земље региона око 35%. Из ЕУ се увози у БиХ близу 50% од укупног увоза, а око 28% из региона Југоисточне Европе.

6. Фискална политика

Централно мјесто у програмима помоћи земљама које се суочавају са екстремним тешкоћама при пружању одговора на ударе економске кризе, као и приликом сугерисања тим земљама одговарајућих макроекономских политика, генерално заузима фискална сфера и фискална политика. Рецесија и слаба ефикасност монетарне политике је утицала да се пажња фокусира на фискалну политику са циљем да се обезбједи дугорочно одржива фискална позиција покривена структурним реформама. У многим земљама су била присутна јака ограничења као што су смањене могућности финансирања, нетолерантност према задуживању, институционални фактори као што су стриктни захтјеви ЕУ који нису дозвољавали масивнији пораст дефи-

¹² У 2007. години међу земљама са највећим стопама инфлације су Латвија (10,1%), Мађарска (7,9%) Бугарска (7,6%) и Естонија (6,1%). Углавном, инфлација је већа од просјека међу земљама које су се придружиле 2004. године. Латвија, Бугарска и Естонија су имале ЦБА аранжман прије придруживања. (Еуростат, 2009. стр.106.)

цита и појавио се акумулирани дуг код највећих индустријализованих земаља. Реални приходи су у многим земљама пројектовани тако да брже падају него у прошлим кризама. Приходи су у многим земљама падали брже него ГДП што је кључна карактеристика кризе. У БиХ је пад укупних фискалних прихода у 2009. години у односу на претходну годину износио 5,2%, а пореских прихода 9,8%. Узроци су пад увоза, пад цијена актива и слаба ефикасност наплате пореза. У студији особља ММФ-а је истакнуто да БиХ показује најмању рестриктивност фискалне политике у односу на случајеве у претходним кризама¹³. Мјера експанзивности или контраактивности фискалне политике је укупна промјена у фискалном балансу.

Укупни приходи свих нивоа државе у 2009. години, у односу на претходну годину, смањени су за 5,2%, а расходи су повећани за 0,6%. Тако је насупрот реализованим суфицитима до 2007. године, у 2008 години, дефицит износио 539 милиона КМ, а у 2009. години 1070 милиона КМ. Дакле, иако расходи нису битно повећавани, дефицити су резултат пада прихода, посебно пореских.

Пораст прихода у складу са растом производње је циклички неутралан, при чему расходи прате потенцијални аутопут. Економска политика РС, на примјер, предвиђа повећање пореза и доприноса. Било би боље да се иде на ефикаснију наплату постојећих¹⁴.

¹³ Валутни одбор, односно његов фиксни курс, ефикасно спречава монетарне власти да финансирају фискални дефицит (Алберола Е., Молина Л. 2000.). Међутим, у нашем случају, власти осим аранжмана са ММФ-ом ништа друго не спречава да финансирају дефиците преко комерцијалних банака. У писму намјере у вези са последњим аранжманом о „stand by” кредиту са ММФ-ом, (ММФ, 2010.) власти БиХ се обавезују да ће дефинисати горњу границу нето задужевању генералне владе (у свим валутама) код комерцијалних банака (разлика између свих задужења владе код комерцијалних банака и свих средстава депонованих или позајмљених банкарском систему укључујући ескроу рачуне ентитета). Иначе се подршка буџету остварује преко ММФ-а и Свјетске банке, те средствима из алокације СДР-а. Дефицит буџета државе (институције БиХ и владе ентитета, дистрикта и на свим осталим нивоима и друге државне институције) у 2009. години је достигао ниво од 5,3% од БДП.

¹⁴ Према прелиминарним изјавама везаним за економску политику РС за 2011. годину, предсједник Владе РС истиче да ће се ићи на повећање пореза и доприноса, а с друге стране на смањење субвенција и подстицаја за привреду и пољопривреду. На тај начин би се поправила ситуација у Пензионском фонду и Фонду здравственог осигурања РС. Порез на плате би се прогресивно повећао. Поред субвенција за пољопривреду од 60 милиона марака, уштедјело би се на улагањима у сеоску инфраструктуру и путеве. Критичари кажу да ће оваква политика даље гушити привреду, јер се

Многе земље се у актуелној кризи суочавају са фискалним изазовом у наредним годинама: поготово земље које су у кризу ушле са слабом фискалном позицијом, односно великим дефицитима кроз реализацију програма давања великих права одређеним групама, брзи раст плата у јавном сектору и уска пореска база што је све у посљедњој кризи појачано. Чак и земље које су у кризу ушле са јачом фискалном позицијом ће се суочавати са повећањем дефицита због пада активности, трошкова реструктурисања банака и макроекономских услова са негативним трендовима (нижи раст, више каматне стопе и слабији девизни курсеви). Упркос томе, већина програма је пројектована да стопе јавног дуга не пређу 50% ГДП у наредним годинама, мада су такви исходи врло осјетљиви на претпоставке о потенцијалном аутпуту, каматама и девизним курсевима. Програми су покривени структурним реформама. Мађарска је, на примјер, у том контексту, извршила реформу пензионог система, социјалних трансфера и субвенција да би се повећала снага експанзивних програма у којима се дају права, те ће се ићи на перманентно смањење трошкова. У пореској реформи порески терет је пребачен са рада на потрошњу и богатство, па је у комбинацији са политиком расхода, циљ да се повећа учешће рада и обезбиједи потенцијални раст.

У свим земљама државе су преузеле обавезу заштите најсиромашнијих. Планиран је микс мјера као програми трансфера новца, субвенције стамбених трошкова, финансирање радно интензивних инфраструктурних пројеката и осигурања за незапосленост. Неке земље, као БиХ, због фискалних ограничења промијениле су своју стратегију: већих расхода на боље таргетирање (као и Мађарска, Монголија нпр.). Након година раста плата у јавном сектору у БиХ приступа се њиховом смањењу (у Латвији је слична ситуација). Буџет у РС за 2011. годину, предвиђа укидање субвенција за електричну

нигдје не спомињу уштеде у буџету нити ефикаснији рад администрације и јавне управе како би се створио повољнији амбијент за привреду. С друге стране, предузећа у Републици Српској нпр. дугују 243 милиона марака за порезе (и приватна и државна), тако да су блокирани рачуни 7200 предузећа, што је близу десет одсто од свих регистрованих предузећа у РС, односно 77.330 фирми. Укупни порески дугови свих пореских обвезника у РС (порези, доприноси, таксе...) износе милијарду и 198 милиона КМ што, између осталог, говори и о приличној неефикасности пореске администрације, те упућује на мултипликовање проблема које таква предузећа креирају за партнере и друге учеснике у економији.

енергију најсиромашнијим категоријама становништва, као и одређених припадности за одређене категорије борачке популације. Потрошња државног апарата се не смањује, а не планирају се јавне инвестиције у радно интензивне дјелатности.

7. Програми ММФ-а за помоћ земљама погођеним кризом

Анализе програма ММФ који су креирани за земље погођене кризом, показују да ти програми помажу земљама да преброде најгоре моменте кризе¹⁵.

Програми које је ММФ дизајнирао за земље којима је била потребна помоћ при суочавању са кризом су се доста разликовали од програма из прошлих криза, али се не разликују много од програма које су предузимале друге новонаступајуће економије (које нису укључене у програме ММФ-а). То се односи на економски раст, инфлацију, прилагођавања текућих платних биланса, реалне каматне стопе и проблеме у банкарском сектору, те на политике као што је фискална експанзија, политика девизних курсева и политика монетарног и фискалног сектора.

¹⁵ Тако се истиче да су генерално избјегнута „пребацавања” девизних курсева и каматних стопа преко њихових нових равнотежних вриједности („overshooting”), као и претјерана прилагођавања текућих биланса и банкарске кризе. Мада је за банке типично појављивање проблема са одређеним временским помаком (нарушавање кредитне способности клијената погођених кризом нпр.). Ови резултати треба да помогну у превенцији већ ионако високог пада аутпута и да спријече да незапосленост достигне катастрофалан колапс те се настоје подстаћи охрабрујући знаци стабилизације. Опасности од којих се експерти ММФ-а прибојавају су да ће доћи до даљег погоршавања реализације програма у неким земљама, у шта је укључен и недостатак трајности обавеза економских политика које су земље преузеле и супротних шокова који долазе из окружења. Повлачење стимуланса и смањење подршке за хитне интервенције финансијском сектору развијених земаља би такође могло имати супротне ефекте на програме опоравка земаља и њихових банкарских система. Оцјене су да су програми посматрани у ширем смислу добро дизајнирани али је, како се каже, прерано давати коначне оцјене у том погледу. Не постоји јасан поглед на будући ток раста у земљама у којима су имплементирани програми нити је могуће оцијенити да ли економске политике имају оптималан баланс краткорочних прилагођавања и средњорочних прилагођавања. Политике су одговарајуће и конзистентно примјењене у смислу да су оне по земљама постављене тако да су детерминисане комбинацијом заједничких фактора, иницијалних услова и околности у којима се земље појединачно налазе.

У односу на прошле кризе, ове кризе су увезене умјесто да су изворно настале у самим земљама и цијени се да су због тога били могући прилагодљивији одговори политика. У таквим околностима улога ММФ је била да омогући земљама које су имале потребу за финансирањем да премосте проблеме све до момента побољшања екстерних услова. ММФ је сада постављао **мање рестрикција** на изборе политика од стране земаља које користе ову помоћ. Пружана је подршка избору режима девизног курса од стране самих земаља, у којима се имплементирају програми, фискална политика је била много олабављенија у одговору на опадање аутпута и прихода влада, а кретање каматних стопа је било релативно умјерено. Мање су наметана структурна прилагођавања него ли је то био случај у прошлости. С друге стране, оцјена стручњака ММФ је да су приликом дизајна програма коришћене поуке из прошлости, нарочито у погледу брзог обезбјеђења великог обима масивнијих финансирања и њихова флексибилнија употреба за подршку и приватном и јавном сектору. Дат је велики значај заштити финансијског сектора од смањења ликвидности и шоковима девизних курсева, а структурне мјере су се више фокусирале на рањивија подручја.

Питање које се поставља за наредни средњи рок је: Да ли су прилагођавања микса фискалне и монетарне политике била адекватна или недовољна да спријече велике губитке аутпута који је регистрован у многим земљама? Даље, поставља се питање: Када ће се пажња фокусирати на рањивости које поједину земљу доводе у позицију да јој потребна помоћ, што се на првом мјесту односи на фискалну и екстерну одрживост. Питање је: Да ли је хетероген приступ режимима девизних курсева био успјешан? Да ли је присутан ризик да ће се реални девизни курсеви одржавати на сувише прецијењеном нивоу? Како се објашњава релативни успјех у избјегавању озбиљнијих проблема у финансијском сектору и да ли ће даљи напори захтијевати да се прецизније лоцирају нарушавања квалитета кредита?

Упркос раним знацима стабилизације, цијени се да би вријеме изласка из криза и присуство Фондових програма могли бити продужени. Текући биланси плаћања у неким случајевима захтијевају даљња прилагођавања; а проблеми биланса банака, предузећа и домаћинства, како се очекује, генерално могу, у тим процесима, постати још већи.

8. Изгледи за опоравак економије БиХ

Једна студија која се бави изгледима за опоравак и излазак из рецесије, показује да постоје значајне разлике између земаља у погледу брзине опоравка од рецесије¹⁶. Поставља се питање: Шта ће се дешавати са растом земаља са ниским дохотком (у које и БиХ спада) у средњем року? Историја опоравака није баш охрабрујућа, јер је опоравак након криза трајао неколико година након којих би се економије враћале на позитивне стопе раста. Једна студија, базирана на економетријским истраживањима успоравања раста у прошлости, на ширем узорку земаља са нижим нивоима дохотка, показује да екстерни шокови тражње (инострани тражње за домаћим робама и услугама) не иду скупа са снажном стопом пада аутопута. Анализа показује да су те земље, погођене овим шоком, у кризи, али други резултати показују да је мала вјероватноћа да ће због тога бити продужени ефекти екстерног рока на спори економски раст ових земаља. Тек у средњем року би могли бити присутни утицаји овог фактора, скупа са погоршаним условима размјене. У средњем року економски су значајни ефекти промјене услова размјене, екстерних шокова тражње и страних директних инвестиција. Макроекономске политике могу утицати на појачавање или ублажавање ефеката ова три фактора на раст. Показало се да ће се земље са нижим буџетским дефицитом, мањим дугом, флексибилнијим режимом девизног курса и већим међународним резервама ликвидности, вјероватно одупријети негативном утицају екстерног шока на раст. Ово је, наравно, једна општа оцјена - што значи да су земље у различитим индивидуалним позицијама и са различитим одговорима на кризу. Актуелни шок се на више начина разликује у односу на претходне, тако да ови налази

¹⁶ Те разлике су одраз разлика у макроекономским и структурним политикама. Разлика се уочава у различитом дјеловању истих политика у периодима рецесије у односу на остале периоде експанзије. Тако налази ове студије говоре да фискални и монетарни подстицаји скупа са иностраном помоћи, могу бити ефикаснији у излажењу из рецесије у односу на ефекте ових политика на раст у другим стадијима пословног циклуса. Реална апресијација, фиксни и посредовани режими девизног курса и трговинска отвореност иду скупа са опоравком који није тако „сјајан”. Изгледа да је фискална политика мање ефикасна у подизању опоравка у отворенијим економијама. У отвореној економији фискални стимуланси се распршавају кроз стимулацију раста у партнерским земљама повећавањем тражње за увезеним робама и услугама. Ови налази наводе на закључак да је потребно више координације у фискалним стимулансима међу земљама, тако да би распршивање ефеката на друге земље било компензовано еквивалентним растом у иностраној тражњи за домаћом робом и услугама.

нису релевантни за сваку земљу која мора имати врло опрезну политику. Истраживања указује на неке знаке оптимизма у погледу враћања земаља са ниским дохотком на предкризне стопе раста.

Досадашња искуства говоре да трајање притиска са тржишта капитала и девизног тржишта обично траје 2 године. Спред се враћа на предкризне нивое, девизни курсеви се стабилизују, а токови капитала се нормализују у просјеку нако једне и по године након почетка кризе. Судаћи по томе, у БиХ би се почеци опоравка могли очекивати током 2011. године, јер се криза најјаче осјетила током 2009. године. Прелиминарни подаци говоре о постигнутим slabим, али позитивним стопама раста током 2010. години у БиХ, што се може захватити повећаној иностраној тражњи за основним металима које БиХ извози (челик, алуминијум) и порасту извоза тих метала. Приступ тржишту позајмљивих средстава за поједине земље може дуже трајати односно и до неколико година. То, међутим, није релевантно за БиХ, јер се она не задужује на тржишту капитала (емисија обвезница). С обзиром на велики пад активности током 2009. године, очекује се да ће опоравак бити спор.

БиХ не постоје велике могућности да влада односно владе повуку иоле значајније потезе како би утицале на брже разрјешавање кризе¹⁷. То не дозвољава постојећа структура привреде која не може реа-

¹⁷ Тако, на примјер, тридесетих година прошлог вијека, током велике свјетске економске кризе, балканске земље нису имале много простора за имагинативне фискалне политике и финансијске политике у цјелини, нити су себи могле дозволити неке конструктивније политике у погледу владине потрошње да би дошле до значајнијих резултата. Током кризе тридесетих година на балканским просторима државе су на кризу одговарале мјерама спасавања пољопривредника који су били тешко задужени, промоцијом пољопривредне производње, односно откупом производа, директним стимулисањем извоза путем субвенција и преузимањем одређених приватних сектора у државне руке. Код већине балканских земаља субвенције су се углавном односиле на извоз било директно, или кроз посебне извозне премије, како би се неутралисали ефекти прециђеног девизног курса. Све државе су вршиле и откуп житарица, шећера и кромпира по обично гарантованим цијенама. Поред подршке и унапређења аграрног сектора, који је упркос томе имао нижи доходак него прије кризе, државе односно владе су настојале промовисати индустрију јер је прилив капитала из иностранства изостајао па се морало ослањати на властите снаге. Пошто је либерални капитализам изгубио кредибилитет, ојачала је држава односно њена улога у економији и њено мјешање у економију преко државног власништва и окретање ка стратешким секторима. Оваква улога државе у нашим околностима је неприхватљива тако да на располагању стоји само врло узак простор у економској политици, односно фискална политика и спровођење структурних реформи, те стварање повољнијег окружења за инвестирање и привлачење страних инвестиција.

говати значајније на евентуални пораст тражње коју би држава евентуално могла индуковати. Међутим, много већи разлог за немоћ влада је потреба да се води ортодоксна политика буџетске равнотеже и чврста, ригидна монетарна политика и политика девизног курса коју намеће систем монетарног одбора (који иначе има изражено проциклично дјеловање). Владе у БиХ су присиљене да воде дефлаторну политику. Дефлационе политике продужавају и продубљују депресију.

Простор за дјеловање домаћих носилаца економске политике у БиХ, у циљу бржег изласка домаће економије из кризе, очигледно је веома сужен. Инструменти монетарне политике нису на располагању Централној банци БиХ због ригидног система валутног одбора, изузев обавезних резерви које су се показале као оперативан и ефикасан инструмент када се њиховим снижавањем успјешно реаговало на нагли одлив депозита у другој половини 2008. године. Систем валутног одбора не пружа простор за вођење политике девизног курса којом би се могло утицати на побољшање конкурентске предности домаће извозне привреде. С обзиром да је девизни курс од 1997. године фиксиран у односу на резервну валуту (њемачку марку, а потом у односу на евро), то се политиком девизног курса не могу постићи стабилизујући ефекти нити стимулативно утицати на извоз. Уколико стопе инфлације у наредном периоду буду израженије, на шта актуелна кретања цијена индицирају, (раст цијена хране и нафте) реална је опасност да ће се због фиксног девизног курса доћи до даљње апресијације домаће валуте, што ће имати дестимулативне ефекте на извоз роба и услуга. Основне политике у реалном сектору морају бити усмјерене ка повећању конкурентности домаће производње и промоцији извоза. Драматичан пад страних улагања (дезинвестирање у 2010. години) говори да се мора много радити на стварању погодности и услова за привлачење страних инвестиција у БиХ. С друге стране, земља се мора много јаче ангажовати на стварању услова и погодности за инвестирање, поготово домаће, што ће истовремено повољно утицати на пораст страних улагања, али ће и значити да се земља у већој мјери ослања на властите снаге. Каматне стопе у БиХ су релативно високе, па колико год нису повољне за домаћу привреду и кориснике кредита, могу бити и даље атрактивне за привлачење страног капитала који је и даље неопходан.

У финансијском сектору су већ присутни израженији проблеми. То се, прије свега, односи на банке у којима долази до врло динамич-

ног раста обима лоших актива. Иако је политика регулације банкарског сектора била конзервативна у смислу да су захтјеви за одговарајућим стопама капитала у банкама били прилично високи, те су банке, на срећу, добро капитализоване, али уколико би динамика раста лоших актива наставила пораст овим темпом, то би могло угрозити не само већ и ионако угрожену профитабилност банака, већ их одвести у масивније губитке. У том смислу мјере регулаторних власти ће морати бити усмјерене на олакшавање услова и захтјева према банкама како био оне могле лакше изаћи на крај са лошим активама, које не би смјеле угрозити њихову солвентност и довести до банкарске кризе.

Закључак

С обзиром да су у актуелним временима на снази нове парадигме, поготово када су у питању проблеми новонаступајућих економија и транзиционих земаља, а уз то земаља са ниским нивоима доходака, онда тражење рјешења и промишљања на бази кензијанске економске мисли нема никаквог основа. С обзиром да је кључна политика, са којом се може управљати у земљама као што је наша, фискална политика, онда сва промишљања и захтјеви програма који су финансирани од стране међународних финансијских институција иду у правцу вођења ортодоксне фискалне политике, односно буџетских рестрикција и штедње. Покушаји да се дефицитним финансирањима подстакне домаћа тражња, у крајњем, завршавају повећањем екстерних дебаланса, јер се повећана тражња примарно задовољава кроз експанзију увоза. Истина, домаћа тражња је код нас била подржана енормном домаћом кредитном експанзијом која је доласком кризе јако спласнула, чиме се позитивно одразила на смањење спољних дебаланса. Такође, домаћи носиоци економке политике имају врло сужен простор за дјеловање, јер се не може водити домаћа монетарна политика, нити политика девизног курса. Тако, дакле, као једини „слободан” простор за дјеловање остаје фискална политика, уз истовремено предузимање структурних реформи, те изградњу одговарајућег пословног окружења и повољне инвестиционе климе, а у том контексту привлачења страних инвестиција, чији је доток недавно драстично смањен и преокренут у негативном правцу. Врло је лоша околност да земља није успјела обновити производни сектор, нити је постигла икакве резултате на плану запошљавања. Непосредно прије

кризе биле су присутне изузетно високе стопе незапослености, али и током цијелог периода постконфликтне обнове. То значи да ће се кризом изазвани проблеми и даље одражавати неповољно на стопу незапослености, која би се у наредном периоду могла чак и повећати (владе су зацртале циљ да сачувају постојећа радна мјеста).

Изгледи за опоравак нису много обећавајући, а временски период, у коме ће доћи до евентуалног опоравка, изгледа дуг и неизвјесан. Позитивно је што је банкарски систем пребродило први удар кризе релативно безболно, међутим, како сада изгледа, тамни облаци се гомилају на хоризонту и предстоје значајна искушења. Пошто се у банкарском сектору проблеми појављују са задршком, односно криза има одгођено дејство на банке, па се тешкоће изазване контракцијом кредитне активности и погоршањем квалитета банкарског портфолија могу очекивати током наредних година. Очитоваће се кроз драстичан пад профитабилности банака, односно гомилањем губитака и нарушавањем капитализованости банака. Повољна је околност што су банке мајке исказале спремност да подрже своје банке кћерке у БиХ. Кроз то се, у исто вријеме, исказује рањивост банкарског система који, у великој мјери, зависи од матичних банака у иностранству, при чему је држава домаћин, односно БиХ у немогућности да иоле озбиљније интервенише у случају угрожености домаћих банака. Остаје систем раног упозоравања који се у БиХ развија, али могући одговори домаћих власти, у случају опасности, остају јако ограничени.

За домаће институције и појединце посебно, остаје кључна стратегија ослањања на властиту штедњу и инвестиције у продуктивне намјене, стварање повољних услова и агресивно привлачење страних инвестиција. Уз све то, неопходно је трагање за одређеним „нишама” на међународном тржишту робе и услуга, у које би се домаћа продукција могла успјешно „удјенути”.

Најзад за БиХ је релативно повољна ситуација што земља није превише задужена у иностранству. Иако ће се та позиција сасвим сигурно погоршавати (то показују одговарајуће релевантне прогнозе) изгледи су да дође до поправљања ситуације и на том плану током 2014 године.

Литература

1. Агенција за банкарство РС, (2009), „Извјештај о пословању банака јануар-септембар, 2010”. Бањалука.
2. Akerlof A.G., Shiller J.R., (2009), *ANIMAL SPIRITS*, Princeton University Press,
3. Alberola E., Molina L. (2000), „Fiscal Discipline and Exchange Rate Regimes-Case for Currency Boards?”, Banco de Espana-Servicio de Estudios, Documento de Trabajo, No.0006.
4. Aldcroft, H.D. (1993), *CAPITALISM IN CRISIS*, International Responses to the Great Depression, ed.Garside W.R. Pinter Publishers, London, St.Martin Press, New York.
5. Berg A.Papageorgiu C.Partillo C.Spatafora N.,(2010),„The End of Era? The Medium-and Long-Term Effects of the Global Crisis on Growth in Low-Income Countires, WP/10/205.
6. Cerra V.Panizza U.Saxena, C.S.,(2009), „International Evidence on Recovery from Recessions”, IMF Working Paper, WP/09/183.
7. Chong Y., Jorda, O., Taylor M.A. (2010), „The Harrod-Balassa-Samuelson Hypothesis: Real Exchange Rates and Their Long - Run Equilibrium, NBER, WP, 15868.
8. Choudhri U.E.,Khan M. (2004), „Real Exchange Rates In Developing Countries: Are Balassa-Samuelson Effects Present?, IMF Working Paper, WP/04/188
9. Camilleri Gilson,MT.(2004), „An Institutional Framework for Comparing Emerging Market Currency Boards”, WP/04/180.
10. ЦББиХ, (2009), Годишњи извјештај ЦББиХ за 2009. годину.
11. ЦББиХ, (2010), Билтен ЦББиХ, бр.1. бр.2. и бр. 3.
12. Demekas G.D., McHugh J.I.,Kosma T. (2002), „The Economics of Post Conflict Aid” IMF Working Paper, No. 198/02
13. Дирекција за економско планирање БиХ, (2009), Ситуациона анализа и SWOT анализа, Одржати и побољшати макроекономску активност, Средњорочна стратегија развоја БиХ,
14. Ђого М,(2009),„Монетарни систем БиХ и трговински дефицит”, Економски факултет Универзитета у Источном Сарајеву, Радни текст, непубликовано.
15. „Фирме у РС за порез дугују 243 милиона!”, Прес, 15. децембар,2010.

16. Gosh R.A.Gulde Anne-Marie, Wolf C.H.(1999), „Currency Boards: More than a Quick Fix?” 30th Panel Meeting of Economic Policy, Helsinki, October 15-16, 1999.
17. International Monetary Fond, (2009), „Review of Recent Crisis Programs”, (Approved by Moghadam R.), September, 14.
18. Ishi,K.Stone M.Yehoue B.E.(2009), „Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies”, IMF Working Paper, WP/09/226.
19. Козарић К.(2010), „Број ненаплативих кредита биће још већи”, Независне новине 05.10.
20. MacDonald R,Ricci L., (2001): „PPP and Balassa Samuelson Effect: The Role of the Distribution Sector”, IMF Working Paper, WP/01/38.
21. Mihaljek D., Klau M.,(2008), „Catching-up and inflation in transition economies: the Balassa-Samuelson effect revisited”, BIS Working Paper, december, No 270.
22. Међународни монетарни фонд, Босна и Херцеговина, (2010), Први преглед у оквиру stand-бу аранжмана, Европски одјел, 8.март,
23. Плакаловић Н. (2007), „Помоћ међународних финансијских институција за опоравак постконфликтне економије БиХ”, Зборник радова, Економски факултет Универзитета у Источном Сарајеву.
24. Плакаловић Н. (2008), „Макроекономске политике, помоћ ММФ-а и потенцијали финансијске кризе у БиХ”, Зборника радова, Економски факултет Универзитета у Источном Сарајеву.
25. Плакаловић Н. (2010), „Перспективе монетарног одбора у Босни и Херцеговини и користи од његовог увођења”, Конференција: Развој пословања 2010, Зборник радова, Зеница
26. Purfeld C.Rosenberg B.C.,(2010): „Adjustment under a Currency Peg: Estonia, Latvia and Lithuania during the Global Financial Crisis 2008.09.” IMF Working paper, WP/10/213
27. Schmukler L.S. Serven L. (2002), „Pricing Currency Risk: Facts and Puzzles from Currency Boards”, NBER Working Paper Series, WP/9047.
28. „Стечајем до наплате дугова”, (08.01.2011), Политика
29. „Уместо олакшица намети”, Новости, 15.децембар, 2010.

30. Yehoue, B.E. (2009), „Emerging Economy Responses to the Global Financial Crisis of 2007-09: An Empirical Analysis of the Liquidity Easing Measures”, IMF WP/09/265
31. Агенција за банакрство РС, www.abrs.ba
32. Агенција за статистику БиХ, www.bhas.ba
33. Eurostat, (2009), EUROPE IN FIGURES, Eurostat yearbook 2009., <http://europa.eu>
34. Федерални завод за статистику ФБиХ, www.fzs.ba
35. Републички завод за статистику РС. www.rezs.ba

*Радмила Чичковић**

КВАНТИФИКАЦИЈА БАНКАРСКИХ РИЗИКА – КОНЦЕПТ CREDITMETRICS¹

QUANTIFYING THE BANK RISKS – CREDITMETRICS CONCEPT

Резиме

Рад се бави истраживањем интерне методе процјене изложености банке кредитним ризицима и могућношћу имплементације такве методологије у домаћим условима како би се ефикасније управљало позицијом власничког капитала. Рад акцентира интерни систем одређивања рејтинга, уведен с намјером да подстакне банке на даља улагања у интерне системе управљања ризицима, а и Базелски комитет је оцијенио да метод интерног модела банака за процјену кредитног ризика прецизније одређује потребни ниво капитала поједине банке.

Даје се кратак осврт на VAR –Value at Risk (вриједност под ризиком) методу, а деривирани концепт VAR под називом CreditMetrics емпиријски се тестира у домаћим условима. Полази се од тога да је концепт CreditMetrics практичан и користан метод квантификације ризика, те примјењив у нашим условима. Установљена је вриједност под ризиком присутног портфолиа кредита. Указано је да се банка заштитила од кредитне изложености формирањем резерви капитала и више од покрића највећег очекиваног губитка при 99% поузданости, што би јој пружило могућност смањења резерви за покриће кредитних ризика и пласирање тих средстава.

* Завод за Статистику Републике Српске, radmila.cickovic@rzs.rs.ba

¹ Метрика кредита

Смањење капитала кроз издвајања за ризике ограничава средства за пласирање и развој банке, а с друге стране умањује профитабилност банке и њену тржишну вриједност.

Кључне ријечи: кредитни ризик, изложеност банке, адекватност капитала, интерни методи процјене ризика, вриједност под ризиком, CreditMetrics.

Summary

The paper investigates the internal methods of assessing exposure to credit risk and the possibility of implementing such methodologies in local conditions in order to effectively manage an equity position. The work underlines the internal system of determining the rating was introduced in order to encourage banks to further investments in internal systems of risk management, and the Basel Committee has found that the method of internal models of banks to assess credit risk more accurately determine the required level of capital each bank.

Gives a brief overview of VAR-Value at Risk method, a concept derived from the VAR as CreditMetrics empirically tested in local conditions. The assumption is that the concept CreditMetrics practical and useful method of quantifying risk, and is applicable in our conditions. There was a present value at risk portfolio of loans. It was pointed out that the Bank's credit exposure to protect the formation of capital and reserves more than cover the maximum expected loss at 99% confidence that it would provide the ability to reduce reserves to cover credit risk and marketing of these funds.

Reduction in capital through the allocation of risks restricts funding for marketing and development banks, on the other hand reduces the profitability and its market value.

Key words: credit risk, bank exposure, capital adequacy, internal methods of risk assessment, value at risk, CreditMetrics

Увод

Једна од основних функција сваке банке је и управљање ризицима, а не њихово избјегавање. Данас је банкарско пословање изложено ризицима више него икада раније. Банке које активно управљају сво-

јим ризицима, имају предност над осталим банкама и другим конкурентима на финансијском тржишту.

Како би банке успјешно управљале ризицима, оне морају бити способне и да их измјере, што је у прошлости представљало проблем због недовољно развијене технологије потребне за прикупљање и обраду потребних података.

Актуелни тренд у банкарству развијених земаља захтијева да се банке фокусирају на квантитативно мјерење ризика зато што све мјере ризика у коначном требају бити преведене у капитал, који треба да заштити банку од неповољних услова, што стимулише широку употребу квантитативних мјера ризика.

Базел 2 апострофира банчине интерне моделе оцјене адекватности капитала, тзв. IRB приступ (Internal Ratings Based - Approach) којим би се регулаторни захтјеви за капиталом темељили на интерној процјени кредитног ризика. Он даје одговор колико је властитог капитала довољно да се покрију неочекивани губици.

Најпознатији интерни модели мјерења адекватности капитала су VAR модели (Value at Risk)² који израчунавају новчани износ који треба да покрије потенцијалне губитке. Овако одређивање ризичне вриједности омогућује израчунавање потребног капитала под ризиком (CAR- Capital at Risk)³ који штити банку од несолвентности.

1. VAR метода мјерења ризика

Један од најзначајнијих успјеха у области управљања ризицима посљедње деценије је развој и све шира примјена VAR методологије мјерења ризика. Данас је ова метода широко прихваћена, не само у финансијама и банкарству, већ и од стране предузећа која израчунавају своје верзије VAR-а. Финансијске институције су развиле VAR као мјеру економског губитка који може одговорити ризику појединачне позиције и укупном ризику портфолиа. Значајну популарност су VAR методе оствариле због своје концептуалне једноставности, односно чињенице да VAR синтетизује у једној вриједности могуће губитке који се могу догодити са дефинисаном вјероватноћом, односно одређује максимални очекивани губитак током датог временског

² Вриједност под ризиком

³ Капитал под ризиком

периода посматрања под нормалним тржишним условима, уз дефинисани ниво поузданости.

VAR методе мјерења тржишног ризика представља најбољу доступну технику мјерења ризика. Као такву прихватио је и Базелски комитет за банкарску супервизију као стандард за мјерење тржишних ризика и модел за израчунавање потребног капитала за покриће изложености тржишном ризику. У Сједињеним Америчким Државама агенције за рангирање, као што су Moody's i Standard and Poor's (S&P), те Комитет за финансијско рачуноводствене стандарде, Комисија за вриједносне папире и берзе, подупрли су систем ризичне вриједности.

Директива Европске уније о адекватности капитала банака, која је усвојена 1996. године, допушта да VAR модели буду кориштени за израчунавање захтјева за капиталом који је потребан за покриће изложености ризику девизног курса, а касније и за израчунавање захтјева за капиталом који је потребан за покриће осталих тржишних ризика. Данас се VAR, уз кориштење одређених модификација, користи и за евалуацију и управљање ризицима каматне стопе, девизног курса, кредитним и сличним ризицима у пословању финансијских институција.

Управљање ризицима у банкарству, кориштењем савремених методологија, акцентира два концепта: VAR – Вриједност под ризиком и CAR – Капитал под ризиком. VAR је вриједност свих ризика које банка преузима, односно максимални износ потенцијалних губитака које банка може да има у свом пословању. CAR је износ капитала банке који је нужен да би банка унапријед покрила обим њених потенцијалних губитака у будућем периоду. Док се VAR рачуна на свим организационим нивоима банке, CAR се обрачунава на нивоу укупне банке, што значи да би VAR на нивоу банке био једнак CAR. Ако, на примјер, CAR износи 100 јединица при нивоу толеранције⁴ од 1%, значи да неочекивани губици банке неће превазићи износ од 100 јединица у 99% случајева.

Очекивани губици (Expected losses, EL) се покривају из оперативних резерви за њихово покриће (provisions). Финансирање неочекиваних губитака се проводи из капитала банке. Изузетни губици у

⁴ Ниво толеранције је проценат вјероватноће губитака који нису покривени прихваћеним VAR ризиком (овим ћемо се бавити у наставку рада)

аналитичком смислу нису покривени капиталом банке, ипак јаке банке настоје да формирају дио капитала за њихово финансирање. Квантификација банкарских ризика VAR и капитала коригованог за ризик - CAR су централне аналитичке категорије савремених метода управљањем банкарским ризицима.

Операционализација ризика указује на везу између степена ризика и доприноса формирању капитала банке. Ако неки послови банке имају већи ризик, они би требало да пруже одговарајући допринос формирању капитала банке. На тај начин је савремени приступ управљању банкарским ризицима концентрисан на дефинисање економски оптималног нивоа капитала банке, који би морао да буде у складу са висином ризика које банка има у свом билансном и ванбилансном пословању⁵. Принцип адекватног капитала као заштитника од потенцијалних губитака захтијева да ризици буду квантификовани у односу на губитке капиталне базе банке и да мјерење агрегатних потенцијалних губитака буде изведено из мјерења потенцијалних губитака генерисаних од различитих ризика.

Вриједности VAR и CAR се морају стално усклађивати у динамичном функционисању банке. Уз претпоставку да је одређена висина ризика дата, онда се CAR мора прилагођавати. Ако расте VAR, онда се и CAR мора повећати. Ако је CAR детерминисан, онда се корекције врше на страни ризика, односно, на страни VAR.

Познати приступи израчунавања VAR су историјска симулација, Monte Carlo симулација, Risk Metrics model - параметарски модел, а у литератури се може пронаћи низ концепата деривираних из VAR, а то: CAR, CreditMetrics, RAROC⁶, SVA⁷. У наставку рада ће бити елаборирана CreditMetrics метода и њена имплементација у босанскохерцеговачким условима.

2. CreditMetrics метода

Прво публикување CreditMetrics методе (април 1997. год.) извршио је Ј. П. Морген (J.P.Morgan), а у кооперацији са Bank of America, BZW, Deutsche Morgan Grenfell. SWISS Bank Corporation Union Bank of Switzerland и KMV Corporation.

⁵ Ђировић М., Банкарство, Bridge Company, Београд, 2001. стр. 317

⁶ Risk Adjusted Return on Capital/ Принос на капитал коригован за ризик

⁷ Shareholders Value Added/ Додана вриједност акцијског капитала

Методе за квантификацију тржишне вриједности банкарских кредита су се касније појавиле, за разлику од метода за квантификацију тржишних финансијских инструмената. Данас постоје рејтинг агенције које рејтингују банкарске кредите, укључујући и промјене рејтинга. То су, заправо, рејтинзи компанија и промјене рејтинга компанија, независно да ли се ради о добијеним кредитима од банака, или обвезницама које су те компаније емитовале.

У односу на досадашње традиционалне анализе кредитног ризика, CreditMetrics метода даје квантитативни оквир за кредитни ризик. Credit Metrics пита⁸: „Ако сљедећа година буде лоша година, колико ћу ја да изгубим на мојим кредитима и мом кредитном портфолију?” Циљ CreditMetrics-a⁹ је да обезбиједи процес за процјену вриједности дистрибуције или појединачне вриједности усљед промјена у квалитету кредита.

CreditMetrics прво посматра неку позицију портфолија кредита и одређује профил изложености ризику сваке позиције. Након тога се рачуна варијабилност сваке позиције због колебања кредитног рејтинга компанија, јер промјена кредитног рејтинга утиче на промјену тржишне вриједности кредита. Ако, на примјер, кредитни рејтинг компаније буде снижен, она плаћа цијену ризика већом каматном стопом. Агреговањем варијабилности појединачних кредитних инструмената, добија се порфолио варијабилност.

Према Cornettu i Saundersu,¹⁰ CreditMetrics процјењује индивидуалну и портфолио ВАР узроковану кредитом у три корака :

- Одређује профил изложености сваке портфолио позиције. Обезбјеђује оквир у коме разматра мање отворене профиле изложености, као што су: неискориштене кредитне обавезе, кредитна писма, комерцијални кредитни аранжмани.
- Због смањења или повећања кредитног рејтинга, израчунава појединачне варијабилности. Утврђују се појединачне вјероватноће дешавања промјене рејтинга на основу историјски засноване „транзиционе матрице” и приписују сваком појединачном

⁸ Saunders A., Allen L., (2002), Credit Risk Measurement, John Wiley & Sons, Inc., New York, str. 86

⁹ Caouette J., Altman E., Narayanan P., (1998), MANAGING CREDIT RISK, John Wiley & Sons, Inc., New York, USA, str.285

¹⁰ Cornett, Saunders: Fundamentals of Financial Institutions Management, Boston, 1999., str. 240

кредитном случају. Промјена рејтинга се инкорпорира у ефекат тржишне вриједности на темељу које се израчунава очекивана тржишна вриједност и варијабилност тржишне вриједности сваког средства.

- Кроз посматрање веза у промјени вриједности позиција у претходном кораку комбинује варијабилности појединачних инструмената да би се добила агрегатна портфолио варијабилност.

Ова метода се може примијенити на оне кредите који имају верификоване кредитне рејтинге. Ако тога нема, онда се могу користити интерне рејтинг процјене банке.

3. Тестирање CreditMetrics

Кроз портфолио кредита датог правним лицима (15 кредита) филијале једне БиХ банке (у даљем тексту Банке А) путем CreditMetrics-а ћемо установити вриједност под ризиком овог портфолија.

У табели испод су дати подаци о тим кредитима на дан 30.06.2010. год. гдје се види да је кредитни портфолио поприлично добар. Примјеном процента резервисања на остатак дуга смо добили износ резервисања за сваки појединачни кредит (нпр. за први кредит $1.000.000 \text{ KM} \times 0,10 = 100.000 \text{ KM}$). Њихов збир даје укупне резерве за потенцијалне губитке које износе износе од 259.225 KM.

Табела 1. Портфолио 15 највећих кредита банке А на дан 30. об. 2010. год.

Кредит	Остатак дуга на дан 30.6.2010.	Тренутна категорија	Резервисано	
			%	KM
1	1.000.000,00	Б	10	100.000,00
2	684.540,00	Б	10	68.454,00
3	586.749,00	Б	5	29.337,45
4	460.693,00	А	2	9.213,86
5	300.000,00	Б	10	30.000,00
6	176.266,00	А	2	3.525,32
7	162.985,00	А	2	3.259,70
8	92.934,00	А	2	1.858,68
9	90.000,00	А	2	1.800,00
10	77.774,00	А	2	1.555,48
11	62.606,00	А	2	1.252,12
12	32.727,00	А	2	654,54
13	30.000,00	А	2	600,00
14	28.741,00	Ц	25	7.185,25
15	26.428,00	А	2	528,56

Извор: Подаци банке А

Табела 2. Вјероватноће не/мијењања категорија кредита и резервисања сходно категорији

Кредит	Главница (остатак дуга) на дан 30.6.2010.	Вјероватноћа (не) мијењања категорије (у %) заснована на процјени кредитне службе					Процент резервисања за категорију заснован на процјени кредитне службе				
		А	Б	Ц	Д	Е	А	Б	Ц	Д	Е
1	1.000.000,00	50	50	0	0	0	2	10			
2	684.540,00	5	55	40	0	0	2	10	16		
3	586.749,00	10	90	0	0	0	2	5			
4	460.693,00	100	0	0	0	0	2				
5	300.000,00	5	55	40	0	0	2	10	16		
6	176.266,00	20	80	0	0	0	2	10			
7	162.985,00	100	0	0	0	0	2				
8	92.934,00	100	0	0	0	0	2				
9	90.000,00	100	0	0	0	0	2				
10	77.774,00	60	40	0	0	0	2	15			
11	62.606,00	100	0	0	0	0	2				
12	32.727,00	100	0	0	0	0	2				
13	30.000,00	100	0	0	0	0	2				
14	28.741,00	10	20	70	0	0	2	10	25		
15	26.428,00	10	90	0	0	0	2	15			

Извор: Подаци банке А

Вјероватноће промјене категорија кредита су дате на основу базе података, практичних искустава особа које дуго времена раде у кредитној служби Банке А.

Банка је утврдила вјероватноће промјене кредитног рејтинга. Вјероватноће промјене кредитног рејтинга утврђују се помоћу транзиционих матрица и историјске табулације промјене кредитног рејтинга свих фирми из кредитног портфолија током одређеног броја година. Сходно томе је утврђен и проценат резервисања за категорије кредита. Битно је да процес анализе кредитне способности дужника било да га тражи банка, или екстерне рејтинг агенције буде квалитетан и конзистентан.

Сада ћемо покушати да добијемо VAR петог кредита.

На дан 30.06.2010. год. вриједност петог кредита је 300.000 КМ и налази се у категорији Б. Извршено је резервисање у износу од 10%, што износи 30.000 КМ. По процјени кредитне службе, овај кредит ће остати у категорији Б са вјероватноћом 55%. Само је 5 % вјероватноће да ће овај кредит прећи у категорију А, а 40% вјероватноће да ће

прећи у нижу категорију. Повезано са промјенама вјероватноћа, за промјене категорија су установљене и потребна резервисања.

Табела 3. Вриједност кредита зависно од будуће категорије

Категорија	Вјероватноћа промјене категорије (у %) на бази процјене кредитне службе	Процент резервисања	Вриједност кредита у зависности од процијењене будуће (оčekиване) категорије
А	5	2	294.000,00
Б	55	10	270.000,00
Ц	40	16	252.000,00
Д	0	0,00	-
Е	0	0,00	-

Извор: Израчун аутора

Како се види, ако кредит у вриједности 300.000 КМ категорије Б у тој категорији остане и у зависности од вјероватноће останка у тој категорији од 55%, имаће вриједност од 270.000 КМ ($300.000 \text{ КМ} \times 0,55 = 270.000 \text{ КМ}$). Ако се нађе у категорији Ц, имаће очекивану вриједност од 252.000 КМ ($300.000 \text{ КМ} \times 0,84 = 252.000 \text{ КМ}$).

Табела 4. Средња вриједност и стандардна девијација петог кредита

Категорија	Могућа пондерисана вриједност (у КМ)	Одступање од средине (у КМ)	Квадратно одступање (у млн. КМ)	Вјероватноћа промјене категорије	Могуће пондерисано квадратно одступање (у КМ)
А	14.700,00	30.000,00	900,00	0.05	45.000.000,00
Б	148.500,00	6.000,00	36,00	0.55	19.800.000,00
Ц	100.800,00	-12.000,00	144,00	0.40	57.600.000,00
Д	0,00	-264.000,00	69.696,00	0.00	0,00
Е	0,00	-264.000,00	69.696,00	0.00	0,00
	264.000,00				Варијанса = 122.400.000,00
					Стандардна девијација = 11.063,45

Извор: Израчун аутора

Средња вриједност пондерисаних вриједности овог кредита је 264.000 КМ. Она је збир могућих пондерисаних вриједности које се добију множењем вјероватноћа промјене кредитног рејтинга и вриједности кредита у зависности од процијењене будуће категорије

кредита ($14.700\text{KM} + 148.500\text{KM} + 100.800\text{KM} = 264.000\text{KM}$). Да би се у коначном добила варијанса и стандардна девијација, израчунато је одступање од средине које је разлика вриједности кредита у зависности од процијењене будуће категорије кредита и његове средње вриједности (за категорију А је то $294.000\text{KM} - 264.000\text{KM} = 30.000\text{KM}$). Стандардна девијација 11 обз КМ у односу на средњу вриједност од 264.000 КМ, значи да ако је нормална дистрибуција губитака да постоји 68% вјероватноће да ће вриједност петог кредита флукуирати за 1 стандардну девијацију, односно 11.063 КМ око средње вриједности од 264.000 КМ.

Могући губитак Банке А по основу нормалне дистрибуције износи 25.777 КМ (2,33 x 11.063 КМ). По овом би се вриједност кредита svela на 238.223 КМ ($264.000 - 25.777$). Резерве капитала по петом кредиту су формиране у износу од 30.000 КМ и могле би се смањити за 4.223 КМ ($30.000\text{KM} - 25.777\text{KM}$).

Сада ћемо анализирати VAR посматраног портфолија кредита Банке А из табеле.

Табела 5. VAR портфолиа кредита

Кредит	Средина	Одступање од средине за могућу нижу категорију	Стандардна девијација	2,33 x стандардна девијација	Прогнозирани VAR уз 99% поузданости
1	940.000	-	40.000	93.200,00	93.200,00
2	602.395	27.382	25.245	58.820,85	58.820,85
3	559.172	-	5.281	12.304,73	12.304,73
4	451.479	-	-	-	-
5	264.000	12.000	11.063	25.776,79	25.776,79
6	161.460	2.820	5.640	13.141,20	13.141,20
7	159.725	-	-	-	-
8	91.075	-	-	-	-
9	88.200	-	-	-	-
10	72.174	6.066	4.953	11.540,49	11.540,49
11	61.354	-	-	-	-
12	32.072	-	-	-	-
13	29.400	-	-	-	-
14	23.079	-	2.401	5.594,33	5.594,33
15	22.807	344	1.031	2.402,23	2.402,23
				Укупно	222.780,62

Извор: Израчун аутора

Ако би се банка осигуравала од највећих очекиваних губитака постојећих кредита до њиховог доспијећа, уз 99% ниво поузданости потребно је да формира резерве капитала у износу од 222.780 КМ. Ови губици би могли бити прекорачени само у 1% случајева. Износ од 222.780 КМ је прогнозирани VAR портфолија.¹¹

Како се види из табеле бр. 1 банка је за посматрани портфолио издвојила 259.225 КМ резерви за покриће кредитних губитака, а уз 99% ниво поузданости би могле износити 222.780 КМ. Имајући предње у виду могло би се извршити прилагођавање за сваки појединачни кредит. На нашем примјеру би се резерве могле смањити код петог кредита за 4.223 КМ (30.000 минус 25.777) или код неких повећати нпр. шести кредит би би резерве капитала за покриће неочекиваних губитака требало повећати за 9.616 КМ (13.141КМ – 3.525КМ).

Примјеном методе CreditMetrics установљено је да се Банка заштитила од кредитне изложености формирањем резерви капитала и више од покрића највећег очекиваног губитка при 99% поузданости, што би јој пружило могућност смањења резерви за покриће кредитних ризика и пласирање тих средстава. Видљиво је да је Банка А могла издвојити мање резерви за потенцијалне губитке по овом кредитном портфолију.

4. Слабости методе CreditMetrics

Иако је успјешно тестирана CreditMetrics метода, у нашим условима потребно је нагласити да VAR методе поред низа предности имају и своје слабости. VAR, а тиме и CreditMetrics методи се приговара субјективна процјена аналитичара као инпут за модел кроз процес интерног рејтинга. Поред интерне процјене рејтинга, свјетске рејтинг компаније процјењују кредитни бонитет како субјеката, тако и финансијских инструмената. Ни оне нису биле безначајне у генерисању кризе (од када је наручивање рејтинга, а тиме и плаћање преузео кредитни дужник-емитент). У БиХ нема комерцијалних рејтинг фирми. Потенцијалне слабости VAR методологије је апострофирао и Базелски комитет који каже:

- кретања у прошлости не представљају увијек добру апроксимацију за кретања у будућности,

¹¹ Овај VAR не узима повезаност међу појединим кредитима

- кретања губитака по пласманима се понашају и другачије у односу на статистичка поједностављења у моделирању VAR,
- методом се не може обухватити ризик наступања догађаја који је резултат изузетно-катастрофалних околности на тржишту.

Искуство прије криза показује грешке у управљању ризиком банака. Постало је очигледно да управљање ризиком не елиминисе ризик, а неки аналитичари критике усмјеравају на вриједности под ризиком. Претпоставке VAR су проблематичне у периодима финансијских поремећаја. За предвиђање будућих портфолио перформанси и CreditMetrics користи између осталог историјске податке који почивају на апроксимацијама које не морају да важе обавезно у свакој ситуацији, па се може и поставити питање несавршености методе.

Закључак

Сви интерни модели мјерења адекватности капитала на бази ризика су још у раној фази развоја. CreditMetrics увелико зависи од вјероватноће промјене категорија кредита које се заснивају на историјским подацима и процјени, као и резервисања која су нормирана.

VAR метода процјеном оптималног капитала доприноси стварању веће вриједности банака. Знамо да тржиште кажњава оне који сагледавају ризике на вишем нивоу него што јесу. Овакво управљање ризиком би могло помоћи смањењу погрешних процјена и допринијети повећању вриједности.

Поента Базела 2 јесте да адекватност капитала што боље рефлектује стварне ризике банке, односно процјењивање ризика и одређивање адекватног нивоа капитала који ће их подржати квалитетније од пондерисања активе стандардним пондерима ризика одређених Базелом 1 гдје су банке морале да држе капитал на већем нивоу од потребног (иако су имале квалитетно управљање активом и ризицима) што и није економично. Смањење капитала кроз издвајања за ризике ограничава средства за пласирање и развој банке, а с друге стране умањују профитабилност банке и њену тржишну вриједност. Нови базелски стандарди (Базел 3) повећавају капитални минимум и побољшавају ликвидност банака.

CreditMetrics и остале VAR методе, развијене 90-их година прошлог вијека, значајан су корак напријед у односу на конвенционалне мјере ризика. Статистички модели, односно прогнозирање ризика на интерном рејтингу за мјерење кредитног ризика су модели који,

између осталог, зависе и од субјективне процјене аналитичара, а базирају се на протеклом искуству за очекиване перформансе. Од мноштва разних ставова на тему узрочника кризе могу се наћи и VAR методе.

Код неких банака које су се нашле у проблемима, претходни базелски стандарди капиталне адекватности били су више него испуњени, оне нису држале капитал на регулаторном минимуму да би оствариле већи профит, него, напротив, чувале више него што је од њих тражено.

Кључно је управљање ризицима, а модерно управљање ризицима је изазов за прихватање.

Литература

1. Bessis J.,(2002) RISK MANAGEMENT IN BANKING, John Wiley & Sons, New York
2. Caouette J., Altman E., Narayanan P.,(1998), MANAGING CREDIT RISK, John Wiley&Sons, Inc., New York, USA
3. Cornett M.M., Saunders A., (1999), FUNDAMENTIAL OF FINANCIAL INSTITUTIONS MANAGEMENT, Boston
4. Ђировић М.,(2001), БАНКАРСТВО, Бридге Цомпану, Београд
5. Greuning van H., Bratanovic S.B., (2006), АНАЛИЗА И УПРАВЉАЊЕ БАНКОВНИМ РИЗИЦИМА, Загребачка школа економије и менаџмента, II издање, Загреб
6. Ловрић М., Комић Ј., Стевић С., СТАТИСТИЧКА АНАЛИЗА, МЕТОДИ И ПРИМЈЕНА, Економски факултет Бања Лука, Бања Лука,
7. Sounders A., Allen L.,(2002), CREDIT RISK MEASUREMENT, John Wiley&Sons, Inc., New York
8. Чичковић Р.,(2004), Супервизијом до стабилнијег и сигурнијег банкарског система, Лидер, Хоризонт фондација Бања Лука, бр. 9-10
9. Kealhofer S.,(2003), Quantifying Credit Risk I: Default Predicti, Financial Analysts Journal, Vol.59, No1
10. Гребенар Т., Управљање ризицима банке, магистарски рад, Економски факултет Загреб, 2000.

11. Basle Committee on Banking Supervision, Overview of the Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks, January 1996.
12. Basle Committee on Banking Supervision, Overview of the New Basel Capital Accord - consultative document, 2003, Bank for international Settlements
13. Basle Committee on Banking Supervision: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards-A revised framework, February, June 2004.
14. <http://bis.org/publ>
15. www.glossary.ru/cgi-bin

BANK

 **HYPO GROUP**
ALPE ADRIA



Prvi korak u budućnost

Ulaganje u znanje je najsigurnija investicija.

Slijedite svoje snove.
www.hypo-alpe-adria.rs.ba