

FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LXXI
Broj 1-6/2016
Beograd
ISSN 0015-2145
UDK 336

Goran NIKOLIĆ

FISKALNA KONSOLIDACIJA U SRBIJI 2014–2016: REZULTATI I PERSPEKTIVE

Branimir KALAŠ, Nino STAMESKI, Lazar DREČ

PERSPEKTIVE JAVNOG DUGA U SRBIJI

Radovan KOVAČEVIĆ

EFEKTI APRESIJACIJE DOLARA NA PRIVREDU EVROZONE, JAPANA I ZEMALJA SA TRŽIŠTEM U NASTAJANJU

Marko PAUNOVIĆ, Jelena MILJKOVIĆ

NEZAVISNE FISKALNE INSTITUCIJE: PREGLED IZABRANIH REŠENJA

Vladimir ZAKIĆ

POLITIKA DIVIDENDI AKCIONARSKIH PREDUZEĆA U SRBIJI

Jelena BRDAR, Maja BODROŽIĆ

**MOGUĆNOST KORIŠĆENJA PROIZVODA CASH MANAGEMENT-A OD STRANE
KOMPANIJA U SRBIJI U CILJU POBOLJŠANJA LIKVIDNOSTI**

FINANSIJE
ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LXXI

Broj: 1-6/2016

Osnivač i izdavač: Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, Kneza Miloša 20
www.mfin.gov.rs

Osnivačka i izdavačka prava preuzeta od Ministarstva finansija SRJ na osnovu Sporazuma o prenosu osnivačkih prava br. 651-01-1/2003.

Za izdavača: prof. dr Dušan Vujović, ministar finansija

Uređivački odbor: prof. dr Veroljub Dugalić, dr Bruno Đuran, prof. dr Gordana Ilić-Popov, prof. dr Pavle Petrović, prof. dr Dejan Popović, prof. dr Božidar Raičević, prof. dr Nebojša Savić, prof. dr Nikola Stevanović, prof. dr Kata Škarić, prof. dr Boško Živković
Šire članstvo Uređivačkog odbora: prof. dr Mihail Arandarenko, Miodrag Arsić, prof. dr Boris Begović, prof. dr Aleksandra Jovanović, prof. dr Milena Jovičić, dr Boško Mijatović, dr Branko Milanović (Vašington), Božo Novoselac, prof. dr Željko Šević (London)

Glavni urednik: dr Bruno Đuran

Zamenik glavnog urednika: prof. dr Dejan Popović

Redakcija: Časopis FINANSIJE, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Kneza Miloša 20, 11000 Beograd. Tel. 011 3642 659. E-mail: casopis.finansije@mfin.gov.rs

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

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

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

Copyright©2004-2016 by Ministarstvo finansija Republike Srbije
Sva prava zadržana.

FINANSIJE

Časopis za teoriju i praksu finansija

71 godina, br. 1–6/2016

Beograd

SADRŽAJ:

Goran NIKOLIĆ

FISKALNA KONSOLIDACIJA U SRBIJI 2014–2016: REZULTATI I PERSPEKTIVE

str. 5 – 20

Branimir KALAŠ, Nino STAMESKI, Lazar DREČ

PERSPEKTIVE JAVNOG DUGA U SRBIJI

str. 21 – 34

Radovan KOVAČEVIĆ

EFEKTI APRESIJACIJE DOLARA NA PRIVREDU EVROZONE, JAPANA I ZEMALJA SA TRŽIŠTEM U NASTAJANJU

str. 35 – 55

Marko PAUNOVIĆ, Jelena MILJKOVIĆ

NEZAVISNE FISKALNE INSTITUCIJE: PREGLED IZABRANIH REŠENJA

str. 56 – 78

Vladimir ZAKIĆ

POLITIKA DIVIDENDI AKCIONARSKIH PREDUZEĆA U SRBIJI

str. 79 – 92

Jelena BRDAR, Maja BODROŽIĆ

MOGUĆNOST KORIŠĆENJA PROIZVODA CASH MANAGEMENT-A OD STRANE KOMPANIJA U SRBIJI U CILJU POBOLJŠANJA LIKVIDNOSTI

str. 93 – 111

PRIKAZI

Snežana R. STOJANOVIĆ: „EVROPSKO PORESKO PRAVO“

dr Biljana Vitković

str. 112 – 116

FINANCE

Journal for the theory and practice of finance

71 years, No 1–6/2016

Belgrade

CONTENTS

Goran NIKOLIC

FISCAL CONSOLIDATION IN SERBIA 2014–2016: RESULTS AND PROSPECTS

p. 5 – 20

Branimir KALAS, Nino STAMESKI, Lazar DREC

PERSPECTIVES OF PUBLIC DEBT IN SERBIA

p. 21 – 34

Radovan KOVACEVIC

THE IMPACT OF THE US DOLLAR APPRECIATION ON THE EUROZONE, JAPAN AND EMERGING MARKETS

p. 35 – 55

Marko PAUNOVIC, Jelena MILJKOVIC

INDEPENDENT FISCAL INSTITUTIONS: OVERVIEW OF THE SELECTED CASES

p. 56 – 78

Vladimir ZAKIC

DIVIDEND POLICY OF JOINT STOCK COMPANIES IN SERBIA

p. 79 – 92

Jelena BRDAR, Maja BODROZIC

THE POSSIBILITY OF USING THE CASH MANAGEMENT PRODUCTS IN SERBIAN COMPANIES IN ORDER TO IMPROVE THE LIQUIDITY

p. 93 – 111

REVIEW

Snežana R. STOJANOVIĆ: „EVROPSKO PORESKO PRAVO“

Biljana Vitkovic

p. 112 – 116

FISKALNA KONSOLIDACIJA U SRBIJI 2014–2016: REZULTATI I PERSPEKTIVE

FISCAL CONSOLIDATION IN SERBIA 2014–2016: RESULTS AND PROSPECTS

Goran NIKOLIĆ
Institut za evropske studije, Beograd
goranvnikolic@gmail.com

Sažetak

Tokom poslednje dve godine Srbija beleži povoljna fiskalna kretanja, te bi ukupan deficit države u 2016. godini trebalo da iznosi 2%, umesto planiranih 4% BDP-a. Umanjenje fiskalnog deficita u 2016. godini posledica je snažnog povećanja javnih prihoda. Pored toga, od početka 2015. godine evidentno je poboljšanje ekonomske situacije u zemlji, što se vidi kroz ubrzanje rasta BDP na 2,5% u 2016. godini.

Vladin plan da ukupni javni rashodi opadnu na 40,7% BDP-a, da deficit opšte države iznosi 1,7% BDP-a u 2018, uz preokretanje trenda rasta učešća javnog duga u BDP-u, čini se realno ostvarivim. Najveći rizik po javne finansije pretili od poslovanja najvećih javnih preduzeća i velikih preduzeća u privatizaciji.

Da bi se uspostavio trajno visok privredni rast od preko 4%, potrebno je da se nastavi snažan rast investicija 2015–2016. godine. Osim toga, intenziviranje povećanja izvoza predstavlja ključni pokretač održivog rasta privrede Srbije, pa bi eventualne dvocifrene stope rasta izvoza predstavljale signal da se Srbija nalazi na održivoj putanji rasta. Trajni rast privrede od najmanje 4% bi omogućio značajnu konvergenciju privrede Srbije sa razvijenijim ekonomijama EU, što bi podrazumevalo i znatnu promenu strukture domaće ekonomije. Da bi se ovo postiglo neophodan je nastavak uspešno započete fiskalne konsolidacije, ali i intenziviranje strukturnih reformi.

Ključne reči: fiskalna konsolidacija, deficit, BDP, investicije, rast.

Abstract

During the past two years, Serbia has favorable fiscal trends. The fiscal deficit in 2016 is halved (2%) compared to the plan. Reduction of the fiscal deficit in 2016 is the result of a strong increase in public revenues. In addition, since the beginning of 2015 economic parameters were improved, as reflected by the acceleration of GDP growth to 2.5% in 2016.

The Serbian government intends to reduce the total public expenditure to 40.7% of GDP, and the fiscal deficit to 1.7% of GDP in 2018. The government has also expressed its commitment to reduce the debt-to-GDP ratio. These goals seem to

be realistic for the time being. A major risk to the public finances are potential losses of the largest state-owned enterprises and large enterprises in the process of privatization.

In order to establish a permanent high economic growth of over 4%, it is necessary to continue the strong growth of investments from 2015 and 2016. Moreover, the intensification of the increase in exports is a key driver of sustainable growth of the Serbian economy, therefore any double-digit growth rates of exports would be a signal that Serbia is on the path of sustainable growth. Continuous economic growth of at least 4% would allow a significant convergence of the Serbian economy with the developed economies of the EU, which would include the substantial change in the structure of the domestic economy. To achieve this it is necessary to continue the successfully initiated fiscal consolidation, but also to strengthen structural reforms.

Key words: *fiscal consolidation, deficit, GDP, investments, growth.*

JEL Classification: E63, H68

1. OHRABRUJUĆI REZULTATI FISKALNE KONSOLIDACIJE U 2016. GODINI

Na samom početku septembra 2016. godine zvaničnici Međunarodnog monetarnog fonda (MMF) ukazali su da je privredni oporavak Srbije prevazišao očekivanja, ali da je potrebno do kraja spovesti reforme i restrukturiranje, posebno državnih preduzeća. Ono što je najvažnije, MMF je 31.8.2016. godine doneo odluku o usvajanju četvrti i pete revizije aranžmana koji Srbija ima sa tom finansijskom organizacijom.¹ MMF podržava fiskalne i monetarne mere koje preduzimaju Vlada Republike Srbije i Narodna banka Srbije (NBS), ali je upozorio i na potrebu da se nastavi sa strukturnim reformama u kojima ima kašnjenja (otpuštanja u javnom sektoru², restrukturiranje ili gašenje društvenih preduzeća koja nemaju perspektivu, sređivanje stanja u velikim javnim preduzećima i „čišćenje situacije“ u državnim bankama). MMF smatra poželjnim mere NBS, odnosno relaksiranje monetarne politike, dok je srpski finansijski sektor sada u boljem stanju nego ranije, budući da strategija za rešavanje problema NPL-ova počinje da daje rezultate. Pozitivna ocena MMF-a ima veliki značaj za jačanje kreditnog rejtinga Srbije i za bolju poziciju zemlje na međunarodnom tržištu kapitala.

Prezentovani preliminarni podaci Vlade Republike Srbije ukazuju da je u prvih osam meseci 2016. godine

u budžetu ostvaren suficit od preko 30 milijardi dinara (što je za oko 115 milijardi dinara bolje od onoga što je dogovoreno sa MMF-om). Prema dosadašnjim kretanjima, privredni rast bi mogao da bude iznad svih očekivanja, između 2,5% i 3%, dok je javni dug zaustavljen na nižem nivou od očekivanog (na kraju avgusta 2016. godine: 72,5% BDP-a).

Zaključci u izveštaju Fiskalnog saveta od 5.9.2016. godine takođe potvrđuju da su fiskalna kretanja izuzetno povoljna, zbog čega bi ukupan deficit u ovoj godini mogao da iznosi oko 2% BDP-a (bilo je planirano 4% BDP-a).³ To je rezultat izuzetno velikog rasta naplaćenih poreskih prihoda, koji će više nego nadomestiti izostanak svih planiranih ušteda na rashodima. Podaci Ministarstva finansija ukazuju na sličan zaključak. Naime, na nivou opšte države u prvih sedam meseci 2016. godine zabeležen je minimalan deficit u iznosu manjem od milijardu dinara.⁴

Umanjenje fiskalnog deficita u 2016. godinu u odnosu na plan, posledica je snažnog povećanja javnih prihoda. Razlog za veći rast poreskih prihoda u 2016. godini od plana su bolja makroekonomska kretanja od pretpostavljenih pri izradi budžeta. To se, pre svega, odnosi na kretanje prosečne zarade i broja zaposlenih, što je omogućilo porast naplaćenih prihoda od doprinosa i poreza na dohodak građana. Veća naplata prihoda od PDV-a i akciza na naftne derivate

1 <http://www.imf.org/en/News/Articles/2016/08/31/IMF-Executive-Board-Completes-Fourth-and-Fifth-Reviews-of%20Serbias-Stand-By-Arrangement>

2 Predlog MMF-a je da iz javnog sektora Srbije do kraja 2016. ode još 6.500 ljudi (a 16 hiljada ih je kroz otpuštanja i penzionsanje već otišlo od kraja 2014. do maja 2016).

3 Fiskalni savet (2016). *Analiza tekućih fiskalnih kretanja i očekivano izvršenje budžeta u 2016. godini* (5.9.2016). <http://www.fiskalnisavet.rs/doc/mesecni-izvestaji/Analiza%20tekucih%20fiskalnih%20kretanja%20i%20ocekivano%20izvršenje%20budžeta%20do%20kraja%202016.%20godine.pdf>

4 <http://www.mfin.gov.rs/newsitem.php?h=1&id=9785>

posledica je delimičnog suzbijanja sive ekonomije.

Dobri fiskalni rezultati dobrim delom su (in)direktna posledica unapređenja u realnom sektoru, tj. rasta privredne aktivnosti. Naime, analiziranjem desezoniranog BDP-a, kretanja komponenti BDP-a po potrošnji (npr. solidan porast izvoza⁵) i rasta pojedinačnih sektora BDP-a (npr. rast industrije u prvih sedam meseci 2016. godine od 5,4%) dolazi se do zaključka da će privredni rast u 2016. godini biti osetno veći, za oko jedan procentni poen, od planiranih 1,8%. Istina, to je delimično posledica oporavka poljoprivrede posle sušne 2015. godine, te je trendni rast privrede, sa kojim se ulazi u 2017. godinu nešto niži i iznosi 1,5–2%. Trend rasta privredne aktivnosti (očišćen od jednokratnih činilaca) ubrzao sa za oko 1–1,5 p.p. u odnosu na 2015. godinu. Ono što je najvažnije je da se rast bazira na ekonomski zdravim osnovama, odnosno da je održiv.⁶

2. OSTVARENI REZULTATI U PERIODU 2014–2016.

Od „velike recesije“ krajem 2008. godine, a posebno nakon nekoliko godina visokog neto-zaduživanja države⁷, Srbija se našla u teškoj privrednoj i socijalnoj situaciji (pomenuto zaduživanje imalo je za cilj da odloži potrebno prilagođavanje potrošnje realnim mogućnostima).

5 Rast robnog izvoza Srbije u prvih sedam meseci 2016. godine iznosi 8,9% (sa rastućim trendom, ali sa smanjenim priraštajima). Izvor: *Makroekonomske analize i trendovi*, 2016, br. 259/260. Ekonomski institut Beograd.

6 *Kvartalni monitor*, br. 44. januar–mart 2016. FREN & Ekonomski fakultet Beograd (str.12-13).

7 Koje je u periodu od kraja 2009. do kraja 2014. godine iznosilo oko 2,5 milijardi evra prosečno godišnje, što je dovelo do snažnog prirasta javnog duga od preko 40 procentnih poena BDP, na preko 70% BDP zemlje.

Zemlja se našla na ivici krize javnog duga, odnosno bankrotstva, sa svim pratećim teškim ekonomskim posledicama za stanovništvo (snažan realni pad primanja i drastičan rast nezaposlenosti). Kao nužnost se nametnula radikalna reforma, a posebno brzo fiskalno prilagođavanje („stezanje kaiša“). Već tokom 2013. godine Vlada Srbije činila je napore u pravcu ekonomskih reformi, ali su ozbiljniji potezi napravljeni tek polovinom 2014. godine, kada je usvojen set reformskih zakona, te novembra iste godine, kada su smanjene penzije i plate u javnom sektoru, a po drugi put podignuta stopa PDV-a.

Nacrt Fiskalne strategije s kraja 2014. godine, koji je formalizovan februara 2015. godine, te smanjivanje zarada u javnom sektoru i penzija od početka novembra 2014. godine, faktički su početak fiskalne konsolidacije u Srbiji.⁸ Potom je usledio sporazum sa MMF-om koji, osim mera fiskalne konsolidacije, sadrži veliki broj mera koje imaju za cilj da stvore povoljne uslove za rast privrede (privatizacija bivših društvenih preduzeća, restrukturiranje javnih preduzeća, stvaranje uslova za rast kreditne aktivnosti). Sklapanje trogodišnjeg aranžmana sa MMF-om početkom 2015. godine dalo je kredibilitet programu i povećalo poverenje kreditora, pre svega po pitanju zaustavljanja rasta javnog duga. Od važnosti je i stručna pomoć koju, pored MMF-a, daju Svetska banka, EBRD i druge međunarodne institucije uključene u ovaj program (npr. po

8 [http://www.mfn.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/2015/Fiskalna%20strategija%202015-2017\(1\).pdf](http://www.mfn.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/2015/Fiskalna%20strategija%202015-2017(1).pdf)

pitanju rešavanja profesionalno teških problema u javnim i državnim preduzećima).

Donetim fiskalnim strategijama Vlade Srbije (krajem 2014. i krajem 2015. godine) planirane su mere fiskalne konsolidacije kojima bi se trajno umanjili godišnji državni rashodi za neto 1,7 milijardi evra. Fiskalni deficit bi trebalo da trajno padne na nešto ispod 2% BDP u 2018. godini.

U prvoj godini sprovođenja programa ostvareni rezultat premašio je očekivanja: deficit u 2015. godini trajno je umanjen gotovo za 2,5% BDP-a (na 3,7% BDP-a), pri čemu je najveći deo ušteda postignut smanjenjem penzija i plata u javnom sektoru i poboljšanjem naplate poreskih prihoda (uglavnom fokusiranim akcijama na suzbijanju šverca naftnih derivata i duvanskih proizvoda). Nastavak smanjenja deficita usledio je 2016. godine, kada njegov „realni“ ili „stvarni“ nivo iznosi 2,5% BDP-a.

Oporavak privredne aktivnosti od 2015. godine ukazuje da fiskalna konsolidacija nije imala većih negativnih uticaja na privrednu aktivnost. Fiskalni deficit je snažno i trajno smanjen, a privredna aktivnost je, umesto očekivanog produženja recesije, otpočela oporavak. Najverovatniji ekonomski razlozi zbog kojih je fiskalna konsolidacija imala relativno mali negativni uticaj na privredu Srbije (nizak fiskalni multiplikator) su: što je Srbija mala i otvorena ekonomija; ne spada u razvijene zemlje; ima fleksibilan kurs valute i režim ciljanja inflacije; kao i visok javni dug, veći od postavljene teorijske granice u istraživanjima

(60% BDP-a). Premda je u kratkom roku uticaj fiskalne konsolidacije na privredni rast Srbije blago negativan, njen uticaj na privrednu aktivnost u srednjem roku je pozitivan. Fiskalna konsolidacija je verovatno bila i jedan od bitnijih činilaca koji je omogućio uočeni početak rasta investicija u 2015. i 2016. godini.

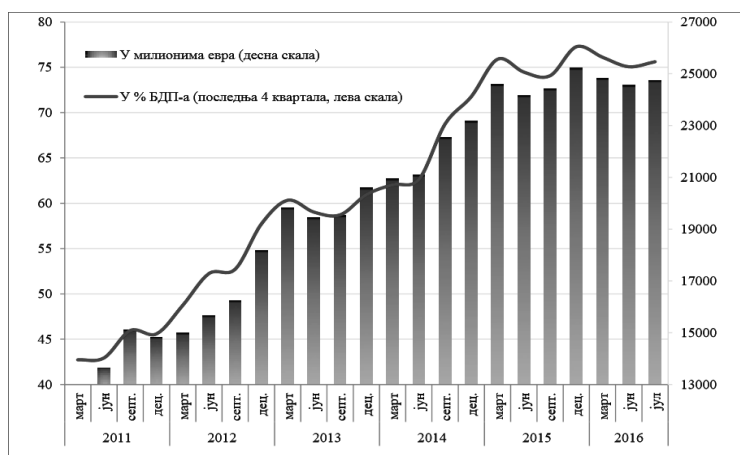
Dakle, za sada stvari idu dobrim tokom. Fiskalna kretanja od kraja 2014. godine, od kada traje fiskalna konsolidacija, i uvek oprezni Fiskalni savet ocenjuje zadovoljavajućim, jer je deficit države trajno smanjen za preko milijardu evra. Pored toga, privredna aktivnost je u 2015. godini započela oporavak, koji se tokom 2016. godine postepeno ubrzava što poboljšava zdravlje javnih finansija. Kada je u pitanju 2017. godina, ključno je da se u njoj ostvare dodatne trajne uštede od oko 1,5% BDP-a koje bi trebalo da se zasnivaju na strukturnim reformama, koje delimično kasne. Naime, kada se iz fiskalnih kretanja 2016. godine isključe privremeni činiooci, Fiskalni savet procenjuje da bi deficit bio oko 2,5% BDP-a, što je prava mera deficita s kojim se ulazi u 2017. godinu. To znači da bi za ostvarenje deficita za koji Fiskalni savet smatra da je poželjan (0,5% BDP-a 2019. godine) bilo potrebno još oko 2% BDP-a strukturnih ušteda u budžetu. To onda podrazumeva kretanje ka snažnijim strukturnim reformama (s kojima se kasni), ali i zadržavanje čvrste kontrole nad platama i penzijama. Fiskalni savet ukazuje da postoje zakonski parametri koji ukazuju da penzije i plate mogu da rastu onda kada njihovo učešće u BDP-u padne na 11%, odnosno 7%. Shodno tome, po njihovoj oceni,

vreme za nominalno povećanje penzija i plata je kraj 2017. godine. Imajući u vidu kredibilne najave povećanja plata i penzija od novembra 2016. ili početka 2017. godine čini se da će kreatori ekonomske politike, vodeći računa o socijalnom aspektu iste, imati nešto drugačiji pristup kada je u pitanju dinamika obaranja fiskalnog deficita.

Fiskalni deficit od 2% BDP-a u 2016. godini dovoljan je da se zaustavi rast učešća javnog duga u BDP-u (na 76%–77% BDP-a), čime se otklanja neposredna opasnost od izbijanja krize javnog duga (na kraju avgusta 2016. javni dug je iznosio 72,5% BDP-a).

javnog duga do održivog nivoa (ispod 60% BDP-a) neophodno je nastaviti sa smanjivanjem fiskalnog deficita. U suštini, to znači započinjanje reformi javnih preduzeća i privođenje kraju započete privatizacije problematičnih državnih preduzeća, s čime se kasni. Naime, jasno je da je najveći fiskalni problem Srbije previsoki javni dug, do čijeg je ogromnog porasta došlo zbog zaduživanja države radi finansiranja visokog fiskalnog deficita, te subvencionisanja neuspešnih velikih javnih i državnih preduzeća (Srbijagas, Železnice, EPS, RTB Bor, Galenika, Železara, banke) (Grafikon 1).

Grafikon 1. Javni dug opšte države 2011–2016.



Izvor: Fiskalni savet, 2016. Analiza tekućih fiskalnih kretanja i očekivano izvršenje budžeta u 2016. godini (5.9.2016). <http://www.fiskalnisavet.rs/doc/mesecni-izvestaji/Analiza%20tekućih%20fiskalnih%20kretanja%20i%20očekivano%20izvršenje%20budžeta%20do%20kraja%202016.%20godine.pdf>

Međutim, takav nivo javnog duga rizičan je u slučaju kriza i sa sobom nosi velike troškove servisiranja kamata.⁹ Dakle, za poželjno spuštanje

⁹ Smanjivanjem fiskalnog deficita i, posledično, javnog duga, neproductivna izdvajanja za kamate znatno bi se umanjila; za plaćanje kamata Srbija u 2016. godini izdvaja 1,2 milijardi evra ili 3,5% BDP-a.

U svakom slučaju, od početka 2015. godine evidentno je poboljšanje ekonomske situacije u zemlji.¹⁰ Rast BDP 2015. godine iznosio je 0,8%, fiskalni deficit smanjen je na 3,7%

¹⁰ *Ekonomski oporavak, zaposlenost i fiskalna konsolidacija: Pouke iz 2015. godine i izgledi za 2016. i 2017. godinu*. P. Petrović, D. Brčerević, S. Minić, mart 2016, FS.

BDP-a (sa 6,6% BDP-a 2014. godine), a pozitivni trendovi su nastavljeni u 2016. godini, kada se očekuje rast BDP-a od najmanje 2,5% i deficit opšte države od 2% BDP-a. Prema avgustovskoj projekciji NBS (2016) očekuje se ubrzanje ekonomskog rasta na oko 3% u 2017. godini.¹¹ Pored toga, u periodu 2014–2016. godina nastavljeno je smanjivanje unutrašnjih i spoljnih neravnoteža (platinobilansna pozicija zemlje je značajno poboljšana), dok se rast privrede sve više zasniva na zdravim osnovama.

Međugodišnje posmatrano, promet robe u trgovini na malo je u avgustu 2016. godine bio realno viši za 6,7%. Rast robnog izvoza u prvih osam meseci 2016. godine iznosio je 9,3%, a uvoza 5,8%. Industrijska proizvodnja u avgustu 2016. godine beleži desezonirani rast od 0,5%, dok je u odnosu na isti mesec prethodne godine bila viša za 5,1% (rast u prvih osam meseci 2016. godine iznosi 5,3%). Industrijska proizvodnja je vrlo blizu svog pretkrižnog nivoa iz 2008. godine, ali sadašnja struktura industrije daleko je povoljnija nego 2008. godine, kada je industrija mnogo veći deo svojih proizvoda nego sada plasirala na domaće tržište, a sada plasira u izvoz (od 2008. godine realno porastao za preko 70%, a uvoz za preko 20%).

Nezaposlenost se, barem formalno, smanjuje iz kvartala u kvartal, pa je u drugom tromesečju 2016. godine iznosila 15,2%, što je pad od čak 6 p.p. u odnosu na 2014. godinu. U isto vreme, stopa zaposlenosti je porasla na 45,9% (sa 41,2% u prvom kvartalu

2015. godine).¹² Snažan pad stope nezaposlenosti i rast zaposlenosti od 2012. godine najverovatnije je posledica nepouzdanosti podataka (Anketa o radnoj snazi RZS) koji opisuju tržište rada, jer bi snažan rast broja zaposlenih morao da ostavi jasan trag u ekonomiji Srbije (BDP je od 2012. godine praktično stagnirao; privatna potrošnja bila je u padu, a kretanje doprinosa i poreza na zarade bilo je potpuno nekonzistentno sa kretanjem formalne zaposlenosti iz Ankete o radnoj snazi).

3. SREDNJOROČNE EKONOMSKE PERSPEKTIVE SRBIJE

Prema Fiskalnoj strategiji donetoj krajem 2015. godine, ukupni javni rashodi trebalo bi da padnu za čak 5,4 procentna poena 2018. godine (na 40,7% BDP-a) u odnosu na ostvaren rezultat u 2015. godini. To podrazumeva deficit opšte države od 1,7% BDP-a u 2018. godini, te preokretanje trenda rasta učešća javnog duga u BDP-u.¹³ Sve ovo bi srpske javne finansije učinilo dugoročno održivim. Imajući u vidu veoma dobre rezultate tokom 2015–2016. godine, čini se da je ova projekcija ostvariva, odnosno delimično i ostvarena (npr. „realni“ deficit već u 2016. godini iznosi oko 2,5%).

Analize Fiskalnog saveta ukazuju da ubedljivo najveći rizik po javne finansije, pa i makroekonomsku stabilnost zemlje, preti od tri fiskalno

¹² <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/public/PublicationView.aspx?pKey=41&pLevel=1&pubType=2&pubKey=3741>.

¹³ Vlada RS (2015). Fiskalna strategija za 2016. godinu sa projekcijama za 2017. i 2018. www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/2015/Fiskalna%20strategija%20za%202016_%20godinu%20sa%20projekcijama%20za%202017_%20i%202018_%20godinu.pdf

¹¹ NBS (2016). Izveštaj o inflaciji (avgust 2016). www.nbs.rs/system/galleries/download/pdf_ioi/oi_08_2016.pdf

najbitnija javna preduzeća (EPS, Srbijagas i Železnice Srbije) i velikih preduzeća u privatizaciji (RTB Bor, Resavica, petrohemijski kompleks i dr.).¹⁴ Rešavanje problema ovih preduzeća u narednih maksimalno godinu dana trenutno je najvažniji i prioritetan zadatak za Vladu.¹⁵ Najveći problemi javnih preduzeća su: višak zaposlenih, niska naplativost isporučenih usluga, neekonomske cene, neracionalne celine u okviru sistema, tehnički gubici, organizaciona neusklađenost sa pravilima i ekološkim standardima EU, rast dugovanja, nedovoljno investiranje i dr.¹⁶ Preduzeća koja po analizi Fiskalnog saveta imaju najviše šansi da, uz odgovarajuća rešenja, opstanu bez finansijske podrške države jesu: PKB, Galenika i Petrohemija. Ova preduzeća imaju tržište za svoje proizvode. Industrija kablova Jagodina i Jumko bi mogli da imaju perspektivu, ali uz znatno smanjenje broja zaposlenih.

Dodatna racionalizacija zaposlenosti u javnom sektoru u periodu 2016–2018. godine trebalo bi da obezbedi značajne budžetske uštede po osnovu smanjivanja broja zaposlenih.

Makroekonomski pokazatelji ukazuju na unapređenje stanja, te optimistične perspektive. NBS procenjuje da će bilans tekućih plaćanja platnog bilansa (bez

14 Fiskalni savet (2016). Fiskalna kretanja u 2016. godini, konsolidacija i reforme 2016–2020. 20. jun 2016. godine. www.fiskalnissavet.rs/doc/ocene-i-misljenja/2016/Fiskalna_kretanja_2016_fiskalna_konsolidacija_2016-2020.pdf

15 Fiskalne uštede koje bi se ostvarile do 2019. rešavanjem problema javnih i državnih preduzeća veoma su velike; procenjuju se na oko 0,8% BDP-a, jer bi se neposredno smanjile subvencije, a država bi do 2019. prestala da otplaćuje najveći deo njihovih garantovanih kredita.

16 Npr. EPS ima osetno manje investicije od amortizacije, a zaduženost mu je porasla sa manje od 600 miliona evra iz 2009. godine na 1,2 milijarde evra 2016. godine.

donacija) ostati negativan, ali da će iznositi prosečno tek 1,5 milijardi evra 2016–2017. godine. Pri tome, u strukturi priliva kapitala dominiraće udeo stranih direktnih investicija koje će biti glavni izvor finansiranja deficita tekućeg računa u 2016. i 2017. godini. NBS procenjuje da će se nastaviti pad učešća deficita tekućeg računa u BDP-u na 4,2% 2016. godine (sa 4,8% 2015. godine), kao i da će taj deficit i dalje biti u potpunosti pokriven stranim direktnim investicijama. NBS procenjuje da će ukupan spoljni dug u 2017. godini zabeležiti silazni trend najvećim delom zbog stabilizacije i smanjenja javnog spoljnog duga. Prema avgustovskoj projekciji NBS (2016. godine) međugodišnja inflacija će se postepeno vraćati u granice ciljanog raspona (2,5%–5,5%), a ulazak u taj raspon očekuje se u prvoj polovini 2017. godine.¹⁷

Monetarna politika NBS će po svemu sudeći, ostati ekspanzivna, što se može ogledati i u daljem snižavanju referentne kamatne stope NBS (trenutno je 4%, posle konstantnog obaranja iste u protekle dve godine). Ovo će se odraziti i na kamate poslovnih banaka (aktivne i pasivne), a trend njihovog pada pristuan je od 2015. godine. Fiskalna strategija za 2016. godinu sa projekcijama za 2017. i 2018. godinu implicitno polazi od prosečnog kursa evra od 122,5 dinara u 2016. godini i 125 dinara u 2017. godini. Imajući u vidu relativno visoke devizne rezerve NBS, verovatno je da će NBS sprečavati znatniji pad dinara, tako da nije realno očekivati bitniju depresijaciju sprske monete, mada

17 NBS (2016). Izveštaj o inflaciji (avgust 2016). www.nbs.rs/system/galleries/download/pdf_ioi/oi_08_2016.pdf

niska inflacija ostavlja prostor za tako nešto.

Broj zaposlenih u Srbiji će u srednjem roku verovatno stagnirati. Naime, i pored očekivanog rasta BDP-a koji će generisati nova radna mesta, izvesno je da će se broj zaposlenih u preduzećima u privatizaciji značajno smanjiti (trenutno ih je 45 hiljada, a teško je verovati da bi znatniji broj njih mogao sačuvati radna mesta), a Vlada je, takođe, najavila i znatna otpuštanja u „budžetskom“ sektoru i u javnim preduzećima. Da li će se od 2018. godine uspostaviti snažniji, održiviji trend povećanja zaposlenosti zavisice prvenstveno od toga da li će se u naredne dve godine obezbediti uslovi za brz i održiv rast privredne aktivnosti.

4. KAKO DO ODRŽIVOG PRIVREDNOG RASTA?

I dalje postoje rizici da se pozitivni trendovi zaustave nakon 2016. godine, te znatnije popuštanje restriktivnosti i odustajanje od teških i nepopularnih mera, kao i nepreduzimanje snažnijih mera za unapređenje investicionog ambijenta, može biti rizično. Problem je što je rast BDP-a u poslednje dve godine još uvek relativno spor. Naime, rast BDP-a Srbije u 2015. godini od 0,8%, kao i očekivani rast u 2016. godini od 2,5% (maksimalno 3%), sporiji je u odnosu na uporedive zemlje centralne i istočne Evrope (Central Eastern Europe - CEE). Nizak privredni rast zapravo je trajnija karakteristika privrednih kretanja u Srbiji, budući da je još od završetka prvog talasa krize (2010. godine), zaključno sa 2015. godinom, prosečna stopa privrednog rasta iznosila svega

0,3%. Naime, s početkom ekonomske krize došlo je do naglog smanjivanja priliva stranog kapitala, dok je domaća štednja i dalje ostala na niskom nivou od oko 5% BDP-a. Rezultat toga bio je pad prosečne stope investicija sa oko 23% u periodu 2004–2008. godine, na 18,5% u periodu 2009–2015. godine. Stagnaciju potencijalnog BDP-a pratila je i stagnacija stvarnog BDP-a koji u ovom, skoro decenijskom periodu, praktično nije ostvario rast. Slabiji rezultati Srbije u odnosu na ostale zemlje CEE nakon 2008. godine posledica su toga što je Srbija u krizu ušla sa nedovršenim reformama, niskom domaćom štednjom i što je značajno kasnila u realizaciji fiskalne konsolidacije.¹⁸

Da bi se uspostavio visok i održiv privredni rast, ključno je da se prvo uspostavi i održi trend snažnog povećanja investicija. Naime, učešće investicija u BDP-u Srbije u čitavom postkriznom periodu bilo je strukturno veoma nisko i nedovoljno za uspostavljanje visokih stopa rasta privrede (prema poslednjim analizama EBRD-a, Srbiji na godišnjem nivou manjka čak 7% BDP-a investicija). Pored toga, trenutno jedino investicije od svih komponenti BDP-a mogu relativno brzo i održivo da se povećavaju u narednih nekoliko godina i pokreću rast ukupnog BDP-a bez urušavanja spoljne ravnoteže zemlje ili opasnog povećanja fiskalnog deficita i posledično javnog duga. Investicije su komponenta BDP-a koja je svojim rastom od skoro 10% pokrenula

¹⁸ Arsić, Milojko (2016). Dugoročne posledice ekonomskog sloma privrede Srbije tokom 90-tih godina: Dinamika potencijalnog BDP u periodu 1989–2015. godina. *Kvartalni monitor*, br. 44. januar–mart 2016. FREN & Ekonomski fakultet Beograd (str. 46-49).

oporavak privredne aktivnosti u 2015. godini, a snažan trend rasta beleži se i u 2016. godini. Ipak, i pored rasta investicija njihovo učešće u BDP-u je 2015. godine bilo na nivou od tek 18%, a u 2016. godini oko 19%, što je i dalje rekordno nizak nivo posmatrajući zemlje CEE. Ključno je da Vlada svojim politikama podstiče ovaj trend rasta investicijama. Naime, potrebno je da se nastavkom fiskalne konsolidacije učvrsti makroekonomska stabilnost, da se poveća efikasnost u izvršavanju javnih investicija, te da se unapredi investicioni ambijent.¹⁹

Održiv rast podrazumeva i relativno visoke investicije u fizički kapital, kao i stalno permanentno unapređenje znanja i veština radne snage. Nizak spoljni deficit ukazuje da se investicije pretežno finansiraju domaćom štednjom, te da zemlja neće u budućnosti ući u platnobilansnu krizu. Nažalost, Srbija još uvek nije prešla na putanju održivog rasta, jer su spoljni i fiskalni deficiti još uvek relativno visoki (4,5%, odnosno 2% BDP), dok su investicije niske i velikim delom se finansiraju stranom štednjom. Pored toga, privredni ambijent u Srbiji još uvek je nedovoljno stimulativan za razvoj privatnog sektora (koji treba da bude dominantan nosilac ekonomskog rasta).

Povećanje stope investicija sa sadašnjeg vrlo niskog nivoa od oko 19% BDP-a na oko 22%–25% BDP-a može se ostvariti stvaranjem privrednog ambijenta koji je povoljniji za privatne investicije, kao i povećanjem javnih

19 To podrazumeva veću efikasnost sudstva, ubrzanje izdavanja dozvola, uklanjanje administrativnih barijera za investiranje, zaštitu konkurencije, sprečavanje korupcije, završetak privatizacije preostalih zaštićenih državnih preduzeća.

investicija na 4,5%–5% BDP-a.²⁰ Pored ovoga, da bi privreda dugoročno rasla neophodni su brojni dodatni uslovi, kao što su efikasna zaštita svojine, finansijska disciplina, adekvatna politika konkurencije, obrazovana radna snaga, efikasna administracija, razvijen finansijski sistem, niska korupcija.

Ključna komponenta BDP-a za uspostavljanje visokog privrednog rasta su investicije i njihovo učešće u BDP-u trebalo bi da bude znatno veće nego što je trenutno (poželjno je da bude blizu četvrtini BDP-a). Čak i sa očekivanim rastom u 2016. godini od oko 8%, udeo investicija u BDP-u Srbije iznosiće tek oko 19%, što je među najnižim učešćima u odnosu na sve druge zemlje CEE. Da bi se uspostavio trajno visok privredni rast od preko 4%, potrebno je da investicije rastu nekoliko godina po stopi od oko 8% (kao u 2015. i 2016. godini). Zato je potrebno da ekonomska politika omogući trajno visok rast investicija u narednim godinama. To znači, pre svega, završetak fiskalne konsolidacije, koji bi bio praćen rešavanjem problema javnih i državnih preduzeća, reformom zdravstva i školstva, povećanjem javnih investicija i suzbijanjem sive ekonomije, ali i sprovođenjem drugih mera koje poboljšavaju investicioni ambijent (povećanje efikasnosti sudstva, izdavanja dozvola, suzbijanje korupcije i drugo).²¹

20 Na osnovu iskustava sličnih zemalja iz centralne Evrope može se proceniti da su za brz rast privrede neophodne investicije od oko 25% BDP. Za povećanje privatnih investicija presudne su reforme kojima se stvaraju povoljniji uslovi za investiranje, ali i fiskalna konsolidacija koja je zasnovana na smanjenju državne potrošnje jer se njome dugoročno povećavaju sredstva koja ostaju privatnom sektoru.

21 *Kvartalni monitor*, br. 44. januar–mart 2016. FREN & Ekonomski fakultet Beograd (str.12-13).

Rast privatnih investicija je od presudnog značaja, imajući u vidu da je pad privredne aktivnosti u prethodnom (kriznom) periodu uticao na smanjivanje potencijalnog BDP-a kroz gubitak privrednih kapaciteta i pogoršavanje uslova na tržištu rada. Pored toga, povećanje javnih investicija je jedna od retkih mera kojom država može bitnije da utiče na kretanje privredne aktivnosti. Krupan problem je što javne investicije 2015–2017. godine, po Fiskalnoj strategiji, ostaju na nivou od oko 3,5% BDP-a, a dodatni problem je što je nivo realizacije u proseku tek dve trećine, što nije u skladu sa anti-recesionom politikom. Naime, rast javnih investicija mogao bi delimično da nadoknadi pad tekuće državne i privatne potrošnje. Planovima Vlade o ubrzanju gradnji Koridora 10 i 11, modernizaciji pruga, komunalne infrastrukture, mogle bi se povećati javne investicije za oko 1% BDP, što bi pozitivno uticalo na rast BDP. Optimalan iznos bi bio 5% BDP-a, što se na osnovu opredeljenja Vlade čini nerealnim.

Inače, investicije imaju dvostruki uticaj na povećanje BDP-a: u kratkom roku povećavaju tražnju i neposredno utiču na rast BDP-a, a u srednjem roku sa strane ponude povećavaju kapacitete za rast proizvodnje i neto izvoza.

Nakon povećanja investicija, sledeća komponenta BDP-a koja bi trebalo da se posledično snažnije poveća je neto izvoz. Indikativno je da je u Srbiji izvoz roba i usluga u 2015. godini bio 46% BDP-a, dok učešće izvoza u BDP-u u zemljama slične veličine (Bugarska, Češka i Mađarska) iznosi oko 80%. Prema tome, Srbija ima veliki prostor za rast izvoza i smanjenje

spoljnog deficita po tom osnovu. Osim toga, rast izvoza predstavlja ključni pokretač održivog rasta privrede Srbije, pa bi eventualne dvocifrene stope rasta izvoza predstavljale signal da se Srbija nalazi na održivoj putanji rasta.²² Rast investicija i izvoza dalje bi doveo do snažnijeg rasta zaposlenosti u privatnom sektoru i rasta lične potrošnje, da bi tek na kraju državna potrošnja mogla da poraste. Ovo, zapravo, predstavlja i jedini mogući obrazac za uspostavljanje dinamičnog i održivog privrednog rasta od preko 4%, koji, zbog strukture BDP-a Srbije, može da se desi praktično tek kada skoro sve komponente BDP-a, odnosno generatori njegovog rasta, budu u porastu.

Povremene epizode povećanja državne potrošnje koje su se desile u prethodnih nekoliko godina nisu davale efekte (npr. u 2012. godini državna potrošnja je povećana za čak 2,5%, što nije bitnije uticalo na rast BDP-a, ali je zato ostvaren rekordan porast javnog duga od gotovo tri milijarde evra).²³

Trajni rast privrede od najmanje 4% omogućio bi značajnu konvergenciju privrede Srbije sa razvijenijim ekonomijama EU. To podrazumeva i znatnu promenu strukture domaće ekonomije. Ono što je činjenica je da relativno snažan privredni rast (preko 4%) neće biti moguć pre 2018. godine. Naime, ukoliko se u srednjem roku nastavi rast investicija od 5–10% godišnje, to zbog niskog učešća investicija u BDP-u može da doprinese rastu BDP-a od svega 1,5%. Malo je verovatno da neto izvoz može

²² *Kvartalni monitor*, br. 40/2015, FREN.

²³ P. Petrović, D. Brčerević, S. Minić, Mart 2016, FS. *Ekonomski oporavak, zaposlenost i fiskalni konsolidacija: Pouke iz 2015. godine i izgleđi za 2016. i 2017. godinu.*

u prvih nekoliko godina oporavka da obezbeđuje dodatnih 2,5 p.p. BDP-a godišnje za ukupnu stopu rasta privrede od 4%, jer bi to značilo smanjivanje trgovinskog deficita nekoliko godina za po 850 miliona evra godišnje, što je nerealno.

Dakle, preduslov za uspostavljanje rasta BDP-a od preko 4% je porast najmanje tri od četiri osnovne komponente BDP-a (investicije, neto izvoz i privatna potrošnja). Još preciznije, za visok i trajan rast BDP-a Srbije potreban je rast privatne potrošnje od najmanje 1,5%, a njemu mora da prethodi nekoliko godina porasta investicija i neto izvoza. Takva promena strukture BDP-a, po svemu sudeći, neće moći da se desi pre 2019. godine.²⁴ Rast domaćeg BDP-a od 4% (ili čak 4,5%) mogao bi, optimistično, biti ravnotežni rast Srbije na duži rok.²⁵ Značajniji i trajniji rast izvoza i investicija biće signal da je privredni oporavak počeo, bez toga su moguća samo privremena poboljšanja.

Posmatrajući proizvodnu stranu BDP-a, u narednom periodu najveći doprinos očekuje se od rasta industrije i oporavka građevinarstva, dok će sektor usluga blago negativno uticati na kretanje BDP-a. Analizirajući trendove u poslednje dve godine (solidan rast industrije i građevinarstva), čini se da Srbija lagano ide ka povoljnijoj strukturi BDP-a.

5. ZAKLJUČAK

Nedovoljan privredni rast, uz još uvek preveliki fiskalni deficit i visoku nezaposlenost, tri su najveća

strukturna problema ekonomije Srbije. U skladu sa „Programom ekonomskih reformi za period od 2016. do 2018. godine“, koji je zvanični dokument Vlade RS, osnovni ciljevi ekonomske i fiskalne politike Vlade u periodu 2016–2018. godine prepoznaju ove probleme. Naime, potencira se: održavanje makroekonomske stabilnosti, zaustavljanje daljeg rasta duga, odnosno uspostavljanje trenda njegovog smanjenja, nastavak primene strukturnih reformi, posebno u domenu javnih preduzeća, kao i podizanje efikasnosti javnog sektora.²⁶

Cilj domaće ekonomske politike je dugoročno održiv rast, a on je moguć samo ako se ostvaruje bez velikih unutrašnjih i spoljnih neravnoteža, odnosno ako se ostvaruje uz mali fiskalni i spoljni deficit. Ključnu ulogu u otklanjanju neravnoteža ima dalje smanjenje fiskalnog deficita u naredne tri godine. To bi, uz umerenu realnu deprecijaciju dinara, uticalo i na smanjenje spoljne neravnoteže do održivog nivoa od 3% BDP-a (sa sadašnjih oko 4,5% BDP-a).

Reforme u poslednje dve–tri godine značajne su, ali još uvek nedovoljne. Može se očekivati da će kao rezultat reformi koje su sprovedene od sredine 2014. godine, kao i zbog sprovođenja fiskalne konsolidacije, Srbija napredovati na listama Svetske banke i Svetskog ekonomskog foruma za 15–20 mesta, ali će i dalje biti lošije rangirana (za 20–30 mesta) od država centralne Evrope. Dakle, Srbiji su potrebne brojne dodatne reforme, da bi u pogledu konkurentnosti i uslova poslovanja dostigla ove zemlje.

24 Petrović, P, Brčerević, D, Minić, S, 2016, FS. *Ekonomski oporavak, zaposlenost i fiskalna konsolidacija: Pouke iz 2015. godine i izgledi za 2016. i 2017. godinu.*

25 <http://www.mfin.gov.rs/newsitem.php?id=11531>

26 Vlada Republike Srbije (2016). Program ekonomskih reformi za period od 2016. do 2018. godine. http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/2016/ERP-2016_sr.pdf

Već je objavljen Izveštaj o konkurentnosti Svetskog ekonomskog foruma za 2016. godinu.²⁷ Srbija je najveći napredak ostvarila u okviru pokazatelja makroekonomskog okruženja, gde je napredovala za dvadeset dve pozicije (po inflaciji Srbija zauzima 1-35 mesto; na popravljane konkurentne pozicije Srbije znatno je uticalo i smanjenje budžetskog deficita, kao i povećanje nacionalne štednje). Dodatno, pristup izvorima finansiranja ocenjen je kao znatno lakši u odnosu na prošlu godinu, usled ublažavanja monetarne politike NBS (Aneksi 1 i 2).

Na kraju, osvrnućemo se na dosta optimistične oktobarske projekcije MMF-a (2016) za Srbiju. Procene MMF-a ukazuju na privredni rast od 2,5% u 2016. godini, te 2,8% u 2017. godini, dok se prosečna stopa rasta za period 2017–2021. godine procenjuje na 3,56% (s tim što se projektovani rast ubrzava iz godine u godinu). MMF procenjuje srpski BDP per capita na 5.294 dolara u 2016. godini, te 7.273 dolara u 2021. godini. Po kupovnoj moći, BDP per capita Srbije iznosiće 14.226 dolara u 2016. godini, te 18.904 dolara u 2021. godini.

LITERATURA

1. Arsić, Milojko (2016). Dugoročne posledice ekonomskog sloma privrede Srbije tokom 90-tih godina: Dinamika potencijalnog BDP u periodu 1989–2015. godina. *Kvartalni monitor*, br. 44. januar–mart 2016. FREN & Ekonomski fakultet Beograd.

2. Fiskalni savet (2016). *Analiza tekućih fiskalnih kretanja i očekivano izvršenje budžeta u 2016. godini* (5. 9.2016). <http://www.fiskalnisavet.rs/doc/mesecni-izvestaji/Analiza%20tekucih%20fiskalnih%20kretanja%20i%20ocekivano%20izvršenje%20budzeta%20do%20kraja%202016.%20godine.pdf>.

3. Fiskalni savet (2016). *Fiskalna kretanja u 2016. godini, konsolidacija i reforme 2016–2020*. 20. jun 2016. godine. http://www.fiskalnisavet.rs/doc/ocene-i-misljenja/2016/Fiskalna_kretanja_2016_fiskalna_konsolidacija_2016-2020.pdf.

4. IMF, October 2016. (baza podataka).

5. *Kvartalni monitor*, br. 44. januar–mart 2016. FREN & Ekonomski fakultet Beograd.

6. *Kvartalni monitor*, br. 40. januar–mart 2015. FREN & Ekonomski fakultet Beograd.

7. *Makroekonomske i fiskalne analize i trendovi* (2016). Br. 259/260. Beograd: Ekonomski institut.

8. Ministarstvo finansija RS (2016). Tekuća makroekonomska kretanja (avgust 2016). [www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/tabele/2016%20avgust/\(SRP\)%20Tekuca%20makroekonomska%20kretanja.pdf](http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/tabele/2016%20avgust/(SRP)%20Tekuca%20makroekonomska%20kretanja.pdf)

9. NBS (2016). Izveštaj o inflaciji (avgust 2016) http://www.nbs.rs/system/galleries/download/pdf_ioi/ioi_08_2016.pdf

10. Petrović, P, Brčerević, D, Minić, S. (2016). FS. *Ekonomski oporavak, zaposlenost i fiskalna konsolidacija: Pouke iz 2015. godine i izgledi za 2016. i 2017. godinu*.

11. Vlada Republike Srbije (2016).

27 World Economic Forum, 2016. The Global Competitiveness Report 2016–2017. http://www3.weforum.org/docs/GCR2016-2017/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2016-2017_FINAL.pdf

Program ekonomskih reformi za period od 2016. do 2018. godine http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/2016/ERP-2016_sr.pdf

12. Vlada Republike Srbije (2015). Fiskalna strategija za 2016. godinu sa projekcijama za 2017. i 2018. godinu. www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/2015/Fiskalna%20strategija%20za%202016_%20godinu%20sa%20projekcijama%20za%202017_%20i%202018_%20godinu.pdf.

13. World Economic Forum (2016). The Global Competitiveness Report 2016–2017. http://www3.weforum.org/docs/GCR2016-2017/05FullReportTheGlobalCompetitivenessReport2016-2017_FINAL.pdf.

14. <http://www.mfin.gov.rs/newsitem.php?id=11531>.













15. <http://www.imf.org/en/News/Articles/2016/08/31/IMF-Executive-Board-Completes-Fourth-and-Fifth-Reviews-of%20Serbias-Stand-By-Arrangement>.

16. <http://www.mfin.gov.rs/newsitem.php?h=1&id=9785>.

17. [www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/2015/Fiskalna%20strategija%202015-2017\(1\).pdf](http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/2015/Fiskalna%20strategija%202015-2017(1).pdf).

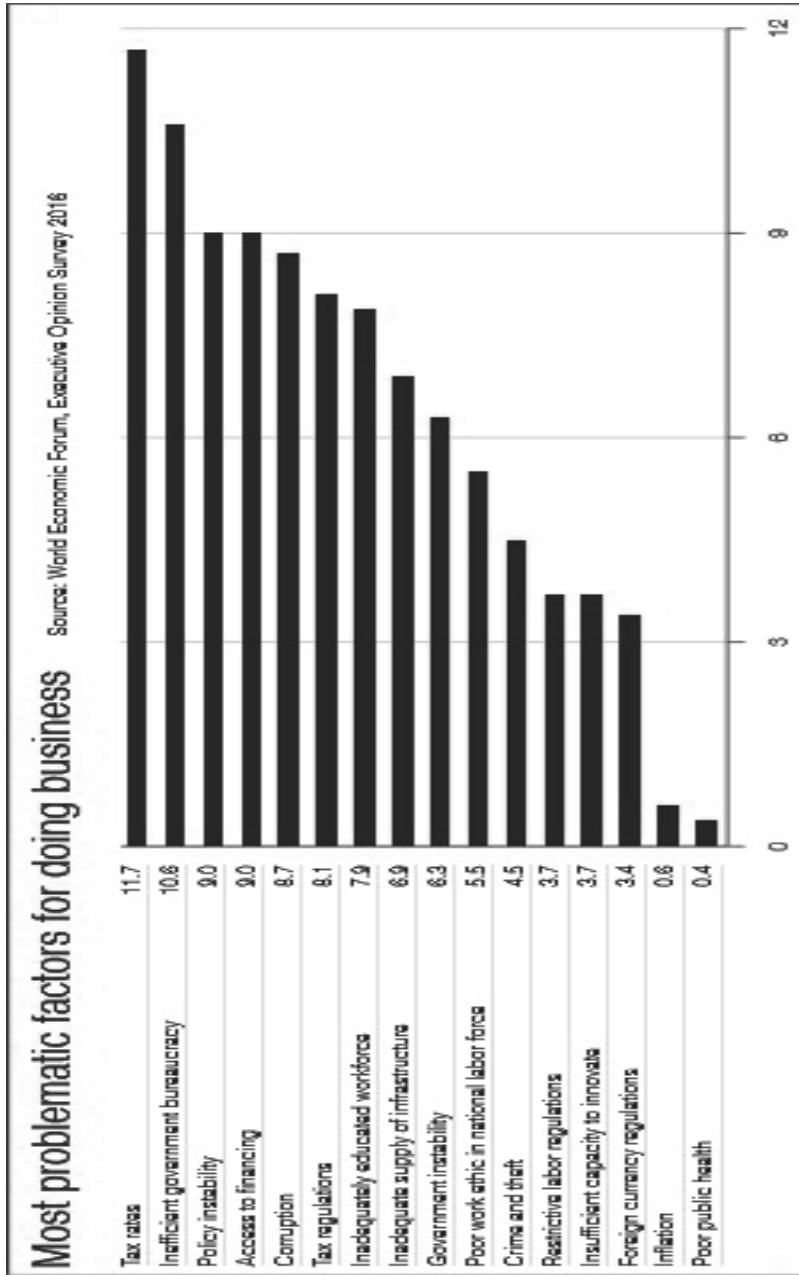
18. <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/public/PublicationView.aspx?pKey=41&pLevel=1&pubType=2&pubKey=3741>.

Aneks 1. Ekonomske performanse Srbije po izveštaju
Svetskog ekonomskog foruma za 2016.

	Rank / 138	Score (1-7)
Global Competitiveness Index	90	4.0
Subindex A: Basic requirements	87	4.8
 1st pillar: Institutions	115	3.3
 2nd pillar: Infrastructure	74	3.9
 3rd pillar: Macroeconomic environment	103	4.1
 4th pillar: Health and primary education	53	6.0
Subindex B: Efficiency enhancers	90	3.9
 5th pillar: Higher education and training	69	4.4
 6th pillar: Goods market efficiency	121	3.8
 7th pillar: Labor market efficiency	106	3.8
 8th pillar: Financial market development	110	3.4
 9th pillar: Technological readiness	70	4.1
 10th pillar: Market size	74	3.6
Subindex C: Innovation and sophistication factors	120	3.1
 11th pillar: Business sophistication	125	3.2
 12th pillar: Innovation	108	3.0

Izvor: World Economic Forum, 2016. The Global Competitiveness Report 2016–2017. http://www3.weforum.org/docs/GCR2016-2017/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2016-2017_FINAL.pdf (str. 314).

Aneks 2. Najproblematičniji faktori za biznis u Srbiji po izveštaju Svetskog ekonomskog foruma za 2016.



Izvor: World Economic Forum, 2016. The Global Competitiveness Report 2016–2017. http://www3.weforum.org/docs/GCR2016-2017/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2016-2017_FINAL.pdf (str. 314).

PERSPEKTIVE JAVNOG DUGA U SRBIJI

PERSPECTIVES OF PUBLIC DEBT IN SERBIA

Branimir KALAŠ
Ekonomski fakultet, Subotica
Univerzitet u Novom Sadu
branimir.kalas@ef.uns.ac.rs

Nino STAMESKI
Erste Banka, Novi Sad
Nino.Stameski@erstebank.rs

Lazar DREČ
“Youth Center”, Trebinje
lazar.drec78@gmail.com

Sažetak

U današnjoj globalizovanoj ekonomiji i neoliberalnom konceptu, brojne države su suočene sa porastom javnog duga. Ako ne postoji dugoročni plan održivosti javnih finansija sa aspekta datog indikatora, moguće je da će doći do nekontrolisanog zaduživanja i eskalacije samog duga što će se nesumnjivo reflektovati na makroekonomsku stabilnost. Nakon 2000. godine i tranzicionih promena koje su se desile u našoj zemlji, ekonomija je bila bazirana na neoliberalnom konceptu i potpuno otvorena za sve vrste priliva međunarodnog kapitala. To je omogućilo visok nivo stranih direktnih investicija i naglašenu privatizaciju preduzeća u Srbiji. S jedne strane, visoke stope rasta BDP-a i ogroman priliv deviza doprinele su da ekonomija ima niži nivo budžetskog deficita i javnog duga, pri čemu je taj trend bio prisutan u pretkriznom periodu. Odsustvo sprovođenja institucionalnih reformi i implementacije odgovarajućeg zakonskog okvira, kao i sređivanje poslovnog ambijenta onemogućili su adekvatan nivo razvijenosti i kompetitivnosti naše privrede. Cilj rada ogleda se u isticanju važnosti javnog duga i definisanju njegove uloge u ekonomiji, tj. određivanju implikacija i efekata javnog duga na privredne tokove u Republici Srbiji.

Ključne reči: javni dug, struktura, analiza, strategija.

Abstract

In today's globalized economy and neoliberal concept, many countries are facing increasing public debt. If there is no long term plan for the public finance sustainability in terms of an analysed indicator, it's possible that there will be uncontrolled borrowing and escalation of the debt which will undoubtedly

reflect on macroeconomic stability. After 2000 and the transitional changes that have happened in our country, the economy was based on the neoliberalism and completely open to all kinds of international capital inflows. This allowed a high level of foreign direct investment and privatization of companies in Serbia. On the one hand, high rates of GDP growth and huge inflow of foreign exchange to the economy have contributed to the low level of budget deficit and public debt where the trend was presented in the pre-crisis period. The absence of the implementation of institutional reforms and an appropriate legal framework, as well as the regulation of business environment didn't enable an adequate level of development and competitiveness of our economy. The aim of the paper is reflected on the importance of public debt and defining its role in the economy, i.e. determination the implications and effects of public debt on economic trends in the Republic of Serbia.

Key words: *public debt, structure, analysis, strategy.*

JEL Classification: H63

UVOD

Efekti globalne ekonomske krize i kriza državnog duga evropskih zemalja predstavljaju ključne uzroke usporenog privrednog rasta današnjih ekonomija. Upravo su krizni elementi iz 2007. godine u SAD i 2008. godine u Evropi pogoršali stanje u međunarodnim tokovima trgovine što se reflektovalo kroz smanjenje ukupnog nivoa agregatne tražnje, tromost ekonomske aktivnosti, manji obim stranih ulaganja što je rezultiralo povećanjem nivoa nezaposlenosti i porastom ukupnog nivoa rizika i neizvesnosti na tržištu.

Iako je Srbija mala zemlja i mala ekonomija, nije ostala imuna na uticaje eksternih faktora što je samo produbilo i dodatno pogoršalo stanje i perspektive srpske privrede. Andrić i ostali (2016) navode da fiskalna kretanja u Srbiji između 2000–2008. godine nisu neposredno uporediva sa fiskalnim kretanjima u drugim evropskim ekonomijama, jer je Srbija ušla u tranzicioni proces relativno kasno u poređenju sa zemljama centralne i istočne Evrope. Nakon 2008. godine, ključni makroekonomski pokazatelji imaju nepovoljni trend kretanja što se manifestuje kroz negativne stope rasta BDP-a, porast opšteg nivoa cena, nezaposlenosti i budžetskog deficita, kao i eksponencijalni rast javnog duga Republike Srbije. Važno je naglasiti da nije samo ekonomska kriza odgovorna za rapidan rast javnog duga. Dragutinović (2011) ističe da vođenje prociklične fiskalne politike tzv. „fiskalni greh“, usporeni tempo privrednog rasta uz povećanje kamatnih stopa na dug tzv. „efekat snežne grudve“ i uticaj depresijacija valute na rast javnog duga ili „prvobitni

greh“ predstavljaju uzroke koji su doprineli ubrzanom rastu javnog duga.

U samom radu autori navode teorijske odrednice javnog duga kroz determinisanje odnosa javnog duga i ekonomskog rasta, kao i njegovu metodologiju. Dalje, analizira se stanje javnog duga u Republici Srbiji kroz njegovu strukturu i prikazivanje učešća u BDP-u, pri čemu se nastoje definisati značaj i efekti samog indikatora na ekonomiju Republike Srbije. Na kraju su predstavljeni strateški ciljevi i strategije upravljanja javnog duga definisani od strane Vlade Republike Srbije. Shodno tome, cilj istraživanja jeste teorijski i empirijski prikaz jednog od ključnih pokazatelja u svakoj ekonomiji uz određivanje njegove uloge i uticaja na privredne tokove.

1. JAVNI DUG – OSVRT I METODOLOGIJA

1.1. Odnos javnog duga i ekonomskog rasta

Kriza javnog duga u evropskim zemljama je dobar podsetnik da je odgovorno upravljanje javnim finansijama značajan preduslov za makroekonomsku stabilnost i progres svake zemlje (Arsić i Pejić, 2011). Postoji mnogo studija koje se bave analizom i utvrđivanjem odnosa između javnog duga i ekonomskog rasta (Bohm, 1998; Checherita i Rother, 2010; Patillo i ostali, 2011; Wamboye, 2012; Šimić i Muštra, 2012; Simon i ostali, 2014). Veselinović (2008) naglašava ukupan javni dug (unutrašnji i spoljni) kao značajno ograničenje razvoja ekonomije Srbije. S jedne strane, Checherita i Rother

(2012) istražuju prosečan uticaj javnog duga na BDP per capita u 12 zemalja Evrozone u periodu od 40 godina, počev od 1970. godine. Rezultati pokazuju da ratio javni dug/BDP ima štetan efekat na dugoročni rast kada se nalazi na nivou od 90-100% BDP-a, pri čemu intervali poverenja vezani za prekretnicu duga ukazuju da negativni efekti rasta počinju na nivou od 70-80% javnog duga.

S druge strane, Minea i Parent (2012) utvrdili su da je odnos između ovih varijabli negativan u slučaju kada je ratio javni dug/BDP iznad 90% i ispod 115%. Calderon i Fuentes (2013) su istraživali uticaj javnog duga na ekonomski rast putem panel analize na primeru zemalja Latinske Amerike u periodu 1970-2010. godine i došli do zaključka da dug ima negativne implikacije na rast ekonomije. Isto tako, Reinhart i Rogoff (2010) istražuju dati odnos i ističu empirijsku činjenicu da zemlje koje imaju dug iznad 90% BDP-a imaju drastično smanjenje performansi rasta u odnosu na manje zadužene zemlje, bez obzira da li je u pitanju razvijena zemlja ili zemlja u razvoju. Koristeći WIIW (The Vienna Institute for International Economic Studies) bazu podataka i indikatore WB (World Bank), Šimić i Muštra potvrđuju da postoji statistički značajna veza između duga i ekonomskog rasta na primeru 18 zemalja Centralne, Istočne i Jugoistočne Evrope.

1.2. Teorijske odrednice javnog duga

Cilj upravljanja javnim dugom manifestuje se u obavezi smanjenja troškova zaduživanja u skladu sa odgovarajućim stepenom rizika. Pod

dugom se podrazumeva novčana obaveza ili obaveza otplaćivanja novčanog zaduživanja, dok javni dug uključuje:

1. dug Republike koji nastaje po osnovu ugovora koji zaključi Republika;

2. dug Republike po osnovu hartija od vrednosti¹;

3. dug Republike po osnovu ugovora kojim su reprogramirane obaveze koje je Republika preuzela po ranije zaključenim ugovorima, kao i emitovanim hartijama od vrednosti po posebnim zakonima;

4. dug Republike po osnovu date garancije;

5. dug lokalne vlasti, kao i pravnih lica za koje je Republika dala garancije.

Zaduživanje podrazumeva uzimanje kredita i emitovanje državnih hartija od vrednosti za finansiranje budžetskog deficita i deficita tekuće likvidnosti, za refinansiranje obaveza po osnovu javnog duga i za finansiranje investicionih projekata, kao i davanje garancija². Neophodno je naglasiti fundamentalne ciljeve zaduživanja:

- finansiranje budžetskog deficita – zaduživanje za finansiranje budžetskog deficita – uzimanje kredita, odnosno emitovanje državnih hartija od vrednosti kod kojeg se dug prenosi u naredne budžetske godine;

- finansiranje deficita tekuće likvidnosti – finansiranje neusklađenih kretanja u prihodima i rashodima budžeta u toku budžetske godine, ukupan dug po osnovu ove vrste zaduživanja mora se vratiti do 31.

¹ Državne hartije od vrednosti jesu kratkoročne i dugoročne hartije od vrednosti koje emituje Republika.

² Garancija predstavlja uslovnu obavezu Republike da plati dospelu, a neizmirenu novčanu obavezu u slučaju ako lokalna vlast ili pravno lice za koje je Republike dala granacije ne izvrši plaćanje o roku dospeća.

decembra tekuće budžetske godine;

- refinansiranje javnog duga – sredstva od tog zaduživanja koriste se za plaćanje izmirenog iznosa duga;

- finansiranje investicionih projekata – finansiranje razvojnih projekata će omogućiti unapređenje efikasnosti i efektivnosti privrede i ekonomski razvoj Republike;

- davanje garancija i kontragarancija – uslovna obaveza države i regresno pravo; garancija Republike u sastavu zajednice daje garancije za koje je izdala zajednica.³

Prilikom metodološkog određivanja javnog duga, Marčetić i Đurić (2012) navode niz činilaca u okviru tekuće ekonomske i razvojne politike: tempo realnog rasta BDP-a, brzina povećanja izvoza i smanjenje udela deficita tekućih transakcija platnog bilansa u BDP-u, povećanje udela investicija u BDP-u, sporiji rast ukupne potrošnje, kao i sporiji rast u odnosu na rast BDP-a, socijalna izdržljivost tih promena.

2. RAZVOJ I STANJE JAVNOG DUGA U SRBIJI

U periodu od 2001. do 2008. godine javni dug je znatno opao kao posledica otpisa 66% duga prema Pariskom klubu i 62% prema Londonskom klubu. Isto tako, vraćanje dugova stranim poveriocima i vraćanje 1.3 mlrd evra po osnovu devizne štednje i domaćih dugova imali su uticaja na smanjenje njegovog nivoa. Tada budžetski deficit nije bio naročito naglašen, jer su prihodi od privatizacije bili dominantna kategorija u punjenju budžeta Republike Srbije kao

³ <http://www.javnidug.gov.rs/upload/Zakoni/Zakoni%20cirilica/Zakon%20o%20javnom%20dugu%202015%2008%2007.pdf>

posledica intenzivnog sprovođenja tranzicionog programa liberalizacije ekonomskih tokova. Nakon toga, javni dug značajno raste i izdaci po osnovu kamata uzimaju sve veće učeće u BDP-u. Finansiranje fiskalnog deficita, neracionalna javna potrošnja, davanje garancija javnim i državnim preduzećima, kao i negativne kursne razlike predstavljaju samo neke od važnih determinanti koje su dovele do porasta nivoa javnog duga u Srbiji. Strategija upravljanja javnim dugom Republike Srbije determiniše fundamentalne ciljeve i principe (Ministarstvo finansija, 2016):

- osigurati finansiranje fiskalnog deficita i redovno servisiranje obaveza po osnovu javnog duga Republike Srbije;

- definisati prihvatljiv nivo rizika koji treba da bude određen u uslovima ciljane strukture portfolija duga u smislu strukture duga prema valutama, ročnosti, kamatnim stopama i instrumentima;

- razvijati tržište državnih hartija od vrednosti koje se emituju na domaćem i međunarodnom tržištu radi smanjenja troškova zaduživanja u srednjem i dugom roku;

- omogućiti transparentnost i predvidivost procesa zaduživanja.

2.1. Analiza javnog duga u Srbiji

U periodu ekonomske krize, kao i druge zemlje u regionu, ali i u svetu, Srbija je doživela pad BDP-a, smanjenje likvidnosti privrede, industrijske proizvodnje, izvoza i uvoza, što se efektuiralo na rast nezaposlenosti i smanjenje kupovne snage stanovništva.

Upravo su pad agregatne tražnje

i redukovani nivo priliva stranog kapitala, uz odlagane i nagomilane tranzicione probleme, doprinele oštrom padu srpske ekonomije. Prisutno je permanentno smanjivanje stranih direktnih investicija na iznose niže od milijardu evra godišnje od 2010. godine pa do danas (Đukić, 2015). Zakonom o budžetskom sistemu definisano je fiskalno pravilo koje propisuje obavezu da javni dug opšteg nivoa države ne može biti veći od 45% BDP.

S druge strane, ukoliko iznos duga pređe determinisani nivo, Vlada je dužna da donese program za njegovo smanjenje tj. vraćanje duga na nivo zakonom definisan. S obzirom na to da je javni dug prešao zakonski

rasta duga i u 2016. godini i dostizanje udela od oko 78.3% BDP-a na centralnom nivou, nakon čega bi trebalo da usledi silazni trend posmatranog indikatora. Date projekcije ukazuju da će u 2017. i 2018. godini doći do negativne promene javnog duga u kontekstu njegovog manjeg udela u BDP-u, kao i smanjenja nivoa kamata i ostalih faktora koji utiču na ratio javnog duga (Tabela 1). Zbog visokog učešća duga denominovanog u stranoj valuti, neminovno je da će devizni rizik određivati ponašanje racija javni dug/BDP u narednom periodu i značajno uslovljavati uspeh mera fiskalne politike koje su preduzete u okviru paketa fiskalne konsolidacije javnih finansija Republike Srbije.

Tabela 1. Doprinosi osnovnih makroekonomskih varijabli promeni racija javni dug - BDP

Indikatori	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Dug države (BDP)	59.6	71.0	75.2	78.3	77.6	74.5
Promena u odnosu na prethodnu godinu	3.4	11.4	4.2	3.1	-0.7	-3.1
Uticaj primarnog deficita	2.9	3.6	0.8	0.6	-0.8	-1.6
Kamata	2.3	2.8	3.2	3.4	3.5	3.3
Rast nominalnog BDP-a	-4.2	0.0	-1.5	-3.1	-4.3	-5.5
Ostali faktori koji utiču na racio javnog duga	2.4	5.0	1.7	2.3	0.9	0.7

Izvor: Ministarstvo finansija

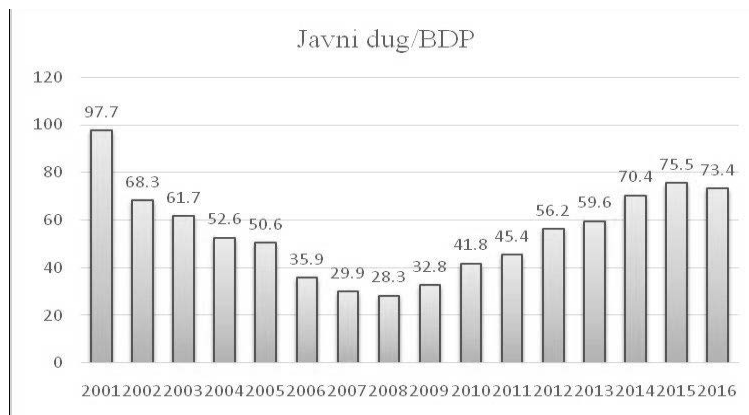
utvrđen limit, nameće se pitanje održivosti ovog indikatora, naročito ako se ima u vidu nivo konkurentnosti privredne razvijenosti naše zemlje. Kao dodatni problem ističe se činjenica da rast javnog duga nije bio praćen izgradnjom odgovarajuće infrastrukture i adekvatne investicione aktivnosti (Janković, 2015).

Na kraju 2014. godine stanje duga centralnog nivoa vlasti iznosilo je 71% BDP-a, dok je dug opšte države bio na nivou od 72.4%. Očekuje se nastavak

Grafički prikaz 1 manifestuje kretanje procentualnog učešća javnog duga u odnosu na BDP u periodu od 2001. do januara 2016. godine. Posmatrani vremenski horizont obuhvata tri dela: tranzicioni, pretkrizni i postkrizni period, pri čemu se jasno vidi tendencija datog pokazatelja, odnosno kako se kretao javni dug u Republici Srbiji.

Na početku, javni dug se smanjuje i prati ga opadajući trend, što se posebno reflektuje u 2002. godini

Grafikon 1. Učešće javnog duga u BDP-u Srbije za period 2001-2016. godine



Izvor: Narodna banka Srbije

kada je učešće duga smanjeno za skoro 30% kao posledica, s jedne strane, porasta BDP-a i privredne aktivnosti i otpisa dela duga od strane poverilaca. Nakon usporavanje svetske ekonomije (posledica pucanja hipotekarnog tržišta u SAD, kao i prelivanje krize na evropsko tržište), nivo javnog duga raste iz godine u godinu. Tako, u periodu od 2009. do 2014. godine učešće javnog duga dostiže 70.4% BDP-a što implicira rast od 42.1% u odnosu na početak 2008. godine. Đorđević i Stoilković (2013) ističu da je nivo javnog duga Srbije već u prvoj polovini 2012. godine bio upozoravajući. Krajem prvog tromesečja prešao je 51% BDP-a, što znači da je već tada pređena granica pri kojoj je kriza javnog duga moguća (50% BDP-a). Međutim, rast javnog duga se nije zaustavio. Krajem oktobra 2012. godine iznosio je oko 57,5% BDP-a. Iako je početkom 2016. godine nivo duga manji u odnosu na kraj 2015. godine kada je iznosio 75.5% procenjuje se da će dug rasti do 2017. kada bi trebalo da poprimi suprotan

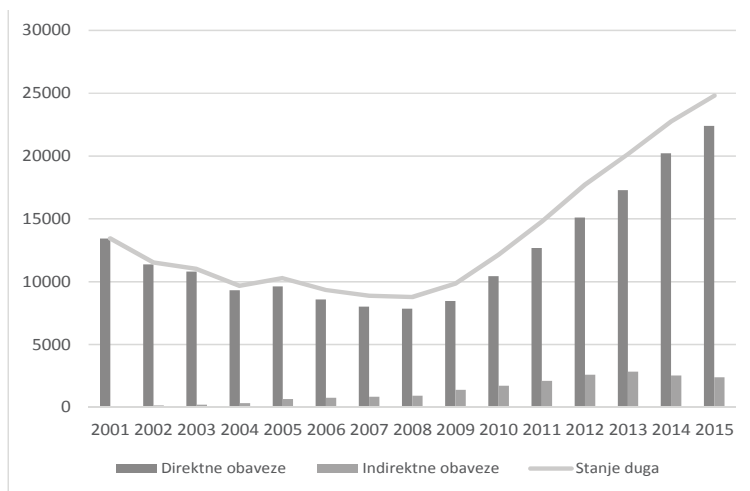
trend tj. njegovo smanjenje kao rezultat programa i mera fiskalne konsolidacije preduzetih od strane Vlade Republike Srbije.

Javni dug je tokom prvog tromesečja 2014. godine povećan za 365,8 miliona evra i na kraju marta iznosio je 20,5 milijardi evra, pri čemu je zaduživanje države prodajom hartija od vrednosti na domaćem finansijskom tržištu najviše uticalo na povećanje nivoa javnog duga. Kada je reč o unutrašnjem dugu, emitovanje dugoročnih hartija od vrednosti, kako u dinarima, tako i denominovanih u evrima, imalo je efekta na njegov rast za 362 miliona evra. S druge strane, na kraju 2015. godine, spoljni dug je bio na nivou od 13.362 miliona evra što je povećanje za 1.370 miliona evra u odnosu na decembar 2014. godine. Iako je od 2001. godine nivo indirektnih obaveza rastao, te je 2013. dostignut maksimalan iznos od 2.842 miliona evra, prisutan je opadajući trend unutrašnjeg i spoljnog duga u poslednje 3 godine. Upravo u 2014. i 2015. godini stanje duga se smanjuje

po osnovu indirektnih obaveza za 290, odnosno 450 miliona evra u odnosu na 2013. godinu. U januaru 2016. godine, stanje javnog duga iznosilo je 25.240.523.640 evra, što je za 439 miliona evra više u odnosu na kraj 2015. godine (Grafikon 2).

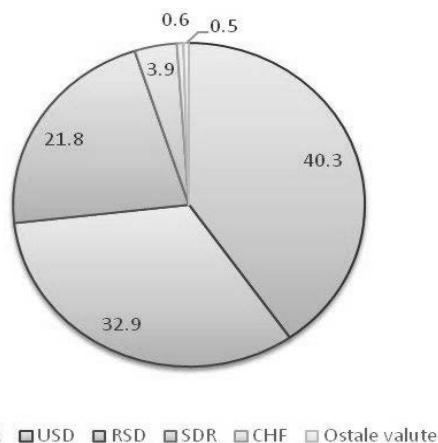
Ukoliko posmatramo valutnu strukturu duga na početku 2016. godine, Vlada Republike Srbije se zaduživala najviše u evrima i američkim dolarima, čije učešće prelazi 70% tj. 40.3% u evrima i 32.9% u američkim dolarima. Međutim, iako

Grafikon 2. Učešće direktnih i indirektnih obaveza u unutrašnjem i spoljnom dugu (mil EUR)



Izvor: Ministarstvo finansija

Grafikon 3. Valutna struktura javnog duga



Izvor: Ministarstvo finansija

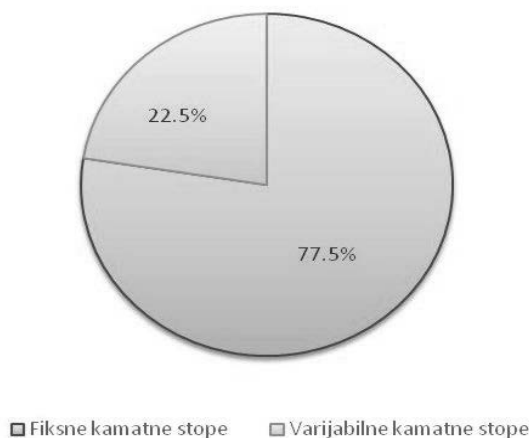
je dominantno zaduživanje u evrima, prisutan je opadajući trend u poređenju sa prethodnim godinama, posebno u 2008. godini kada je iznosilo 75.4% što ukazuje na smanjenje za 35.1% (Grafikon 3).

Posmatrajući strukturu duga po kamatnim stopama, evidentno je dominantno učešće fiksnih kamatnih stopa od 77.5% što je za 0.5% više u odnosu na decembar 2015. godine (Grafikon 4). Sama činjenica da je

21.6%, kao i krediti vezani za LIBOR na dolar sa 12.6%, dok je učešće kredita vezanih za LIBOR na švajcarski franak iznosilo 1.6% (Grafikon 5).

Na osnovu mesečnog izveštaja Uprave za javni dug u januaru 2016. godine, Vlada Republike Srbije se najviše zaduživala po osnovu emitovanja evroobveznica u iznosu od 4.811 miliona evra. Dalje, krediti stranih vlada iznose 2.632 miliona evra, IBRD 1.841 milion evra, EIB

Grafikon 4. Stanje javnog duga po osnovu kamatnih stopa



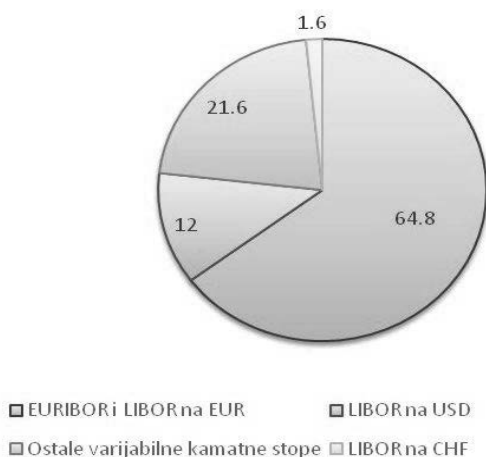
Izvor: Ministarstvo finansija

prisutno nisko učešće varijabilnih kamatnih stopa govori o prihvatljivoj strukturi javnog duga Republike Srbije, pri čemu treba težiti njihovom daljem smanjenju kako bi se minimizirao rizik promene kamatnih stopa.

U januaru 2016. godine krediti sa varijabilnim kamatnim stopama, vezani za EURIBOR i LIBOR na evro, zauzimali su najveće učešće u ukupnoj strukturi varijabilnih kamatnih stopa gde je njihovo učešće prelazilo 60%, tačnije 64.8%. Slede ostale varijabilne kamatne stope i njihovo učešće od

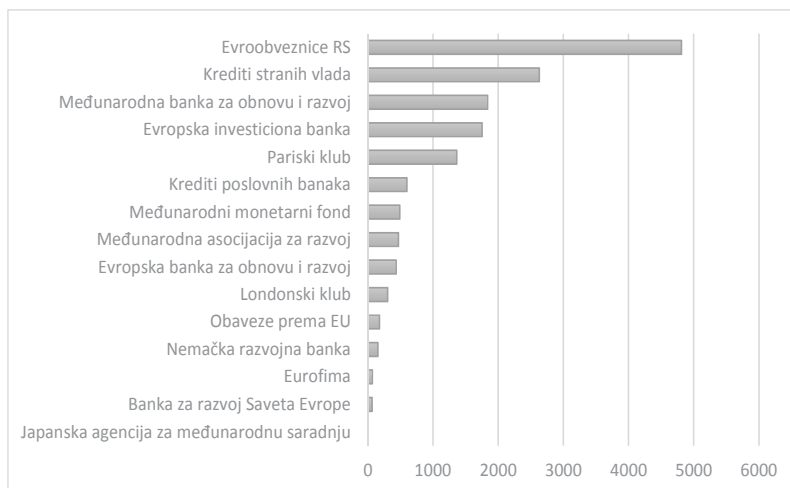
1.752 miliona evra, Pariski klub 1.366 miliona evra, krediti poslovnih banaka 601 milion evra, krediti MMF-a 492 miliona evra, krediti Međunarodne asocijacije za razvoj 471 milion evra, EBRD 437 miliona evra, Londonski klub 305 miliona evra. Ispod nivoa od 200 miliona evra uključene su obaveze prema EU, kao i institucijama: Nemačka razvojna banka, Eurofima, Banka za razvoj Saveta Evrope i Japanska agencija za međunarodnu saradnju (Grafikon 6).

Grafikon 5. Struktura varijabilnih kamatnih stopa



Izvor: Ministarstvo finansija

Grafikon 6. Pregled spoljnih kreditora u milionima EUR



Izvor: Uprava za javni dug

3. STRATEGIJA UPRAVLJANJA JAVNIM DUGOM REPUBLIKE SRBIJE

Upravljanje javnim dugom obuhvata: a) obavljanje transakcija radi upravljanja rizikom, uključujući i smanjenje ili eliminisanje rizika od

promene kursa, kamatnih stopa i drugih vrsta rizika; b) donošenje odluka o kupovini i prodaji stranih valuta; c) praćenje dnevnog salda na sistemu konsolidovanog računa trezora; d) upravljanje prilivima po osnovu javnog duga, investiranje i obavljanje

drugih transakcija sa viškovima likvidnosti, sredstvima finansijske imovine Republike Srbije (Zakon o javnog dugu, Službeni glasnik RS, br. 68/2015, član 11).

3.1. Koje su alternativne strategije zaduživanja za period 2016–2018. godine?

Na bazi MTDS (Medium Term Debt Strategy Model) modela Svetske banke, definisane su osnovne strategije zaduživanja za naredni srednjoročni period (Uprava za javni dug, 2016):

- **Strategija 1** – pokriva potrebe za finansiranjem emisijama državnih hartija od vrednosti u domaćoj i stranoj valuti na domaćem finansijskom tržištu i emisiji evroobveznica sa ročnošću od 5 i 10 godina.

- **Strategija 2** – zasnovana na obezbeđenom koncesionalnom zajmu, gde je prisutna emisija evroobveznica na rok od 10 godina, obezbeđuje se povoljni dugoročni zajam sa fiksnom stopom od 2% u američkim dolarima, dok se dodatno finansiranje na domaćem tržištu zasniva najvećim delom na dinarskim hartijama od vrednosti, pri čemu je veće učešće eksternih izvora finansiranja.

- **Strategija 3** – bazirana na emisijama evroobveznica, pri čemu predviđa da se emisije evroobveznica ročnosti 5 i 10 godina emituju u američkim dolarima, dok struktura i obim emisija državnih hartija od vrednosti ostaju kao kod osnovne strategije, odnosno strategije 1.

- **Strategija 4** – zasnovana na premisi dodatne dinarizacije tj. celokupno finansiranje bazirano na emisijama dinarskih hartija od vrednosti.

Strategija 1, usled kombinovanja dinarskih i evro denominovanih hartija od vrednosti, u trenutnim proporcijama ima veliku izloženost oscilacijama dinarskih kamatnih stopa na državne hartije od vrednosti, dok se taj nivo izloženosti značajno povećava kod strategije 4, jer se celokupno dodatno finansiranje obezbeđuje emisijama dinarskih hartija od vrednosti. Kod strategije 2 prisutan je najmanji rizik kod kamatnih stopa u odnosu na sve četiri posmatrane strategije. Dalje, strategija 3 smatra se dosta rizičnijom u pogledu racija javni dug/BDP, jer se dodatno finansiranje zasniva na emisiji obveznica denominovanih u američkim dolarima, dok se za strategiju 4 može reći da je relativno skupa, imajući u vidu visoko učešće dinarskih hartija od vrednosti (Uprava za javni dug, 2016).

3.2. Kakav je dugoročni strateški okvir za upravljanje javnim dugom?

Fiskalna politika je fokusirana na zaustavljanje rastućeg trenda, stabilizovanje i smanjenje učešća javnog duga do 2018. godine. Zato je cilj fiskalne politike u srednjem roku zaustavljanje rasta javnog duga sektora države i njegovo relativno smanjenje u dugom roku, tj. smanjenje udela duga u BDP-u na 45% u skladu sa opštim fiskalnim pravilima.

Kako bi se minimizirali rizici povećanja nivoa zaduženosti i troškova servisiranja javnog duga, potrebno je staviti fokus na sledeće strateške ciljeve (Ministarstvo finansija, 2016):

- a) da učešće duga denominovanog u dinarima iznosi oko 20-25% ukupnog javnog duga na srednji rok;
- b) da učešće duga denominovanog u

evrima u javnom dugu iznosi najmanje 60% duga u ino-valuti, uključujući buduća zaduživanja i transakcije;

c) da dođe do smanjenja učešća duga sa varijabilnom kamatnom stopom na ispod 20% na srednji rok;

d) da prosečno vreme do promene kamatne stope bude održavano na nivou od minimum 4,5 godina u skladu sa prethodno navedenom merom postepenog smanjivanja učešća duga sa varijabilnom kamatnom stopom;

e) da prosečna ponderisana kamatna stopa na unutrašnji javni dug ne prelazi 10% ukupnog javnog duga;

f) da učešće kratkoročnog duga iznosi do 15% ukupnog javnog duga;

g) da prosečno vreme do dospeća unutrašnjeg duga bude na nivou od najmanje 4 godine na srednji rok;

h) da se prosečno vreme do dospeća spoljnog duga održava na nivou od $6 \pm 0,5$ godina u istom vremenskom intervalu.

Povećanje stoka duga rezultat je dugogodišnjih visokih deficita i intenzivnog rasta otplate garantovanog duga i troškova po osnovu stabilizacije finansijskog sistema, a svako dalje odlaganje ograničenja rasta duga dovodi u pitanje održivost finansiranja rashoda i zakonskih obaveza kao što su plate penzije i socijalna davanja koja iznose više od 60% ukupnih javnih rashoda, odnosno održivost celokupnih javnih finansija (Ministarstvo finansija, 2016).

ZAKLJUČAK

Na početku 2016. godine javni dug Srbije je prelazio nivo od 25 milijardi evra sa tendencijom daljeg rasta i u 2017. i 2018. godini. Kako bi se postigla održivost datog

indikatora, potrebno je da ekonomija beleži više stope rasta, kako bi trend zaduživanja bio donekle zaustavljen, posmatrano u relativnom smislu. S obzirom da je nivo fiskalnog deficita daleko niži u odnosu na prethodne tri godine, kada je bio između 5% i 6%, neophodno je usmeriti pažnju na restrukturiranje strukture duga. Pod tim se podrazumeva vraćanje skupih kredita tj. kredita sa visokim kamatnim stopama, kako bi se rashodi kamata smanjili i time relaksirao sam budžet. Takođe, prisutan je trend jeftinog novca na svetskom tržištu kao posledica velike količine novca na globalnom nivou, što Srbija može iskoristiti kao šansu da uzme povoljnije kredite sa prihvatljivom kamatnom stopom, pri čemu će sva sredstva biti upotrebljena u investicione svrhe. Imajući u vidu činjenicu da privreda Srbije nije dovoljno konkurentna sa aspekta inovacije i tehnologije, neophodno je preduzeti odgovarajuće aktivnosti fokusirane ka modernizaciji ekonomske strukture kako bi naša ekonomija adekvatno bila uključena u globalne tržišne tokove.

LITERATURA

1. Andrić, V., Arsić, M., Nojković, A. (2016). *Public Debt Sustainability in Serbia – Evidence from Transition and the Great Recession*. ECONSTOR, ZBW Leibniz Information Centre for Economics.

2. Arsić, M., Pejić, V. (2011). Osvrti, Nova fiskalna pravila za unapređenje kontrole javnog duga u EU. *Kvartalni monitor*, br. 27, oktobar-decembar 2011.

3. Arsić, S., Obradović, J., Stojanović, M. (2015). Analiza nivoa

javnog duga u razvijenim i zemljama u razvoju. *Škola biznisa*, br. 1/2015, str. 174.

4. Bohn, H. (1998). The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits. *Quarterly Journal of Economics*, pp. 949-963.

5. Calderon, C. & Fuentes, J. R. (2013). *Government Debt and Economic Growth*. Inter-American Development Bank Working Paper Series (424).

6. Checherita, C. and Rother, P. (2010). *The impact of high and growing government debt on economic growth. An empirical investigation for the Euro Area*. Frankfurt: European Central Bank Working Paper, (1237).

7. Dragutinović, D. (2011). Državni vs javni dug: definicija, institucionalni obuhvat, finansijsko izveštavanje i još ponešto. *FREN, QM 24*.

8. Đorđević, M., Stoiljković, S. (2013). Ekonomska politika i javni dug u vreme globalne krize: Preporuke vodećih ekonomista današnjice. Zbornik radova *Institucionalne promene kao determinanta privrednog razvoja Srbije*. Ekonomski fakultet u Kragujevcu, ISBN: 978-86-6091-043-3.

9. Đukić, P. (2015). Izgledi za realizaciju programa fiskalne konsolidacije Srbije u 2015. i narednim godinama. *Finansije*, Beograd, br. 1-6/2015, str. 7-31.

10. Janković, N. (2015). Dvostruki deficit – Problem ekonomije Republike Srbije. *Ekonomski horizonti*, Vol. 17, (2), str. 109-124.

11. Marčetić, M., Đurić, O. (2012). Analiza duga Republike Srbije i njegove metodološke odrednice. *Časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije*, br.

2, UDK: 336.3(497.11), str. 274-291.

12. Minea, A., Parent, A. (2012). *Is High Public Debt Always Harmful to Economic Growth? Reinhart and Rogoff and some complex nonlinearities*. Working Papers, Association Francaise de Cliometrie.

13. Ministarstvo finansija (2016). *Fiskalna strategija za 2016. godinu sa projekcijama za 2017. i 2018. godinu*. Vlada Republike Srbije, dostupno na: http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/dokumenti/2015/Fiskalna%20strategija%20za%202016_%20godinu%20sa%20projekcijama%20za%202017_%20i%202018_%20godinu.pdf

14. Reinhart, C. M., Rogoff, K.S. (2010). Growth in a Time of Debt. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, Vol. 100, No. 2, pp. 573–78.

15. Simon, J., Sandri, D., Pescatori, A. (2014). *Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?* IMF Working Paper 14. (34).

16. Šimić, V., Mustra, V. (2012). Debts (Public and External) and Growth – Link or No Link. *Croatian Operational Research Review (CRORR)*, Vol. 3 str. 91-102.

17. Patillo, C., Poirson, H., Ricci, L. (2011). External Debt and Growth. *Review of Economics and Institutions*, Vol. 2(3), pp. 1-30.

18. Wamboye, E. (2012). *External Debt, Trade and FDI on Economic Growth of Least Developed Countries*. MPRA Paper No. 39031.

19. Uprava za javni dug (2016). *Strategija upravljanja javnim dugom 2016-2018. godine*. Vlada Republike Srbije, dostupno na: <http://www.javnidug.gov.rs/upload/>

Strategija/Strategija%20cir/2016-2018/Strategija%20upravljanja%20javnim%20dugom%202016-2018.pdf

20. Veselinović, P. (2008). Stanje reformi i prioriteta ekonomske politike u Srbije. *Ekonomski horizonti*, vol. 10 (1), str. 53-72.

21. www.fiskalnisavet.rs

22. www.imf.org

23. www.javnidug.gov.rs

24. www.mfin.gov.rs

25. www.nbs.rs

EFEKTI APRESIJACIJE DOLARA NA PRIVREDU EVROZONE, JAPANA I ZEMALJA SA TRŽIŠTEM U NASTAJANJU

THE IMPACT OF THE US DOLLAR APPRECIATION ON THE EUROZONE, JAPAN AND EMERGING MARKETS

Radovan KOVAČEVIĆ
Ekonomski fakultet
Univerzitet u Beogradu
rkovacevic7@gmail.com

Sažetak

U ovom radu se istražuju posledice jačanja dolara na svetsku privredu. U fokusu posmatranja su: evrozona, Japan i zemlje sa tržištem u nastajanju (ZTN). Evrozona sprovodi strukturne reforme u cilju prevazilaženja unutrašnjih problema. U ovom radu se iznose činjenice koje podržavaju tezu da divergentna monetarna politika u SAD i evrozoni može dodatno oslabiti evro, uz posledice na transatlansku trgovinu. Takođe se ukazuje da oštra depresijacija japanskog jena od druge polovine 2012. nije pomogla da se osetnije poveća robni izvoz Japana. Depresijacija domaće valute u ZTN povećava troškove servisiranja spoljnog duga, koji je denominovan u stranim valutama. Nalazi ovog istraživanja pokazuju da se efekti nekonvencionalne monetarne politike SAD, Japana i Evropske unije (EU) prelivaju na ZTN. Očigledan kanal transmisije u otvorenim privredama je posredstvom deviznog kursa. Pojačana volatilnost deviznih kurseva značajno utiče kako na spoljnu trgovinu tako i na privredni rast pomenutih zemalja.

Ključne reči: dolar, tekući račun, spoljni dug, efektivni devizni kurs, devizne rezerve, nekonvencionalna monetarna politika.

Abstract

This paper explores the implications of the strengthening dollar on the world economy. The focus is on observing: the eurozone, Japan and Emerging markets. The Eurozone is implementing structural reforms in order to overcome internal problems. This paper presents the facts that support the view that divergent monetary policies in the US and the Eurozone could further weaken the euro, with consequences for transatlantic trade. The sharp depreciation of the Japanese yen since the second half of 2012 did not help to boost its exports. The depreciation of the local currency of emerging market countries is increasing external debt-service costs, due to debt denominated in foreign currencies. The findings of this research show that the effects of unconventional monetary policy in the US, Japan and EU

spill over into the emerging market economies. The obvious channel of transmission in open economies is through the exchange rate. Increased volatility in exchange rates significantly affect both the foreign trade and economic growth of these areas.

Key words: *dollar, exports, imports, exchange rate volatility, foreign exchange reserves, unconventional monetary policy.*

JEL Classification: E52, F21, F43

UVOD

Značajan obim spoljne trgovine SAD-a odvija se sa evrozonom. Na tokove robne razmene utiče veliki obim američkih investicija u evrozoni, kao i plasmani kapitala rezidenata evrozone u SAD-a. Višestruko isprepletani finansijski i robni tokovi nalaze se pod značajnim uticajem promena deviznog kursa između evra i dolara. Apresijacija dolara prema evru smanjuje konkurentnost američkog izvoza i povećava izvoznu motivisanost izvoznika evrozone. Dometi uticaja deviznog kursa na trgovinske tokove opredeljeni su elastičnošću izvoza i uvoza na promene deviznog kursa. Tokovi kapitala su još više pod uticajem varijacija deviznog kursa dolara u odnosu na evro. Porast volatilnosti deviznog kursa povećava nestabilnost kako robnih tokova, tako i tokova kapitala. Egzogeni šokovi, takođe, ispoljavaju uticaj na oscilacije deviznog kursa dolara i evra. Skorašnja ilustracija ovog dejstva su velike oscilacije i pad vrednosti britanske funte na deviznim tržištima, kao posledica referendumske odluke Velike Britanije da napusti Evropsku uniju (EU).¹ Ova odluka svakako će uticati na buduću trgovinu između evrozone i Velike Britanije, a u prvim reagovanjima tržišta naslućivala se moguća recesija u britanskoj privredi, praćena padom vrednosti funte. Ovakve trenutke iskusni berzanski špekulanti ne propuštaju, tako da se mogu očekivati dodatni tržišni pritisci na funtu sterlinga u pravcu depresijacije. Ovakav scenario može

umanjiti izvoz evrozone na tržište Velike Britanije, uz prateće povratne efekte na privredni rast evrozone. Ako se poveća nervoza stranih investitora u evrozoni, moguć je porast neto odliva kapitala u pravcu SAD-a. To bi značilo dodatni pritisak na slabljenje evra i jačanje dolara.

Drugo područje od naglašenog značaja za privredu SAD-a je trgovina sa Japanom. Jačanje dolara prema japanskom jenu takođe deluje na trgovinske tokove i tokove kapitala. Stepenn transmisije promene deviznog kursa na japanske izvožno-uvozne cene razlikuje se od evrozone, ali varijacije deviznog kursa slično utiču na tendencije trgovine.

Treće područje na koje značajno utiče volatilnost deviznog kursa dolara su zemlje sa tržištem u nastajanju (ZTN). Apresijacija deviznog kursa dolara u velikoj meri utiče na privredni rast ovih zemalja, a posebno na njihovu spoljnofinansijsku poziciju. Spoljna zaduženost ovih zemalja u velikoj meri je u dolarima, tako da svaka promena vrednosti te valute direktno utiče na promenu tereta spoljnih dugova. Velika dubina i likvidnost američkog tržišta kapitala podstiče rezidente ZTN da se zadužuju u aktivama koje su denominovane u dolarima. Zemlje izvoznice sirovina trpe posledice promena deviznog kursa dolara, jer su cene njihovih proizvoda iskazane u dolarima. Ove zemlje su na posebnom udaru kad opadaju ove cene, a dolar slabi.

Neusklađena nekonvencionalna monetarna politika razvijenih zemalja utiče na devizni kurs dolara posredstvom razlika u visini kamatnih stopa na nacionalnim tržištima.

¹ Devizni kurs funte sterlinga je opao od 1,46 dolara za jednu funtu 22. juna 2016. na 1,27 dolara 1. decembra 2016. godine (www.bankofengland.co.uk. Pristupljeno 2.12.2016. godine).

Nagoveštaji Fed-a da će u narednom periodu normalizovati monetarnu politiku SAD-a u osnovi znače da se može očekivati porast referentne kamatne stope na srednji rok. Ako kamatne stope u drugim finansijskim centrima ne budu sledile tendenciju rasta kamata u SAD, može se očekivati povećan odliv kapitala u pravcu SAD-a, sa posledicama na dalje jačanje dolara.

Polazeći od činjenice da je u periodu 2014–2015. godine došlo do značajne apresijacije dolara prema evru, japanskom jenu i valutama ZTN, cilj ovog rada je da osvetli posledice jačanja dolara na privredu evrozone, Japana i ZTN. Mada je dolar u prvoj polovini 2016. godine depresirao prema spomenutim valutama, ipak nije došlo do potiranja apresijacije iz perioda 2014–2015. godine. Sem toga, referendumska odluka o izlasku Velike Britanije iz Evropske unije (EU) dovela je do turbulencija na deviznim tržištima, koja su ojačala dolar. U novembru 2016. registruje se tendencija jačanja dolara u odnosu na vodeće svetske valute, a nastavak ovog trenda se očekuje u 2017. godini. Ova očekivanja su povezana sa nagoveštajima povećanja referentne kamatne stope u SAD-u. Ukupna kretanja na deviznim tržištima u svetu ukazuju na značaj postavljene istraživačke teme. Okvir istraživanja u ovom radu je opredeljen značajem navedenih tendencija za trgovinu SAD-a, na jednoj strani, odnosno posledicama volatilnosti deviznog kursa za posmatrane zemlje, na drugoj strani.

Neusklađenost monetarne politike između razvijenih zemalja (RZ) prenosi se na kamatne stope, a razlike

u njihovoj visini, sa svoje strane, dovode do preokreta u međunarodnim tokovima kapitala. U savremenim uslovima koje karakteriše visoka pokretljivost kapitala, razlike u kamatnim stopama se prenose na devizne kurseve, pri čemu se zemlje koje registruju neto priliv kapitala suočavaju sa apresijacijom svoje valute. Jedan od ciljeva ovog rada je da ukaže na transmisionu mehanizmu monetarne politike RZ-a i posledice na devizne kurseve i privrede posmatranih zemalja. Istraživanje u radu se zasniva na kvalitativnom pristupu, uz korišćenje podataka iz sekundarnih izvora.

Preostali deo rada je strukturiran na sledeći način. U prvom delu se analiziraju efekti apresijacije dolara na privredu evrozone. U drugom delu se ispituju posledice jačanja dolara na privredu Japana, dok se u trećem delu obrađuje uticaj apresijacije dolara na privredu ZTN-a. U četvrtom delu se ukazuje na posledice nekonvencionalne monetarne politike RZ-a. Osnovni nalazi ovog istraživanja iznose se na kraju rada.

1. EFEKTI APRESIJACIJE DOLARA NA PRIVREDU EVROZONE

Evrozona sprovodi strukturne reforme u cilju prevazilaženja unutrašnjih neravnoteža. Sem toga, zadatak ovih reformi je da podstaknu privredni rast evrozone i povećaju elastičnost njenih članica na eksterne udare (ECB, 2015, str. 1). Polazeći od ovih procesa, investitori procenjuju da će privredni rast evrozone u 2016. i 2017. biti niži nego u SAD-u, uz prateći efekat u vidu odliva kapitala u

dolarske hartije od vrednosti (HoV). Pri tome se smatra da će divergentna monetarna politika u SAD-u i evrozoni dodatno oslabiti evro. To bi moglo uticati na transatlansku trgovinu. Evropski izvoznici finalnih proizvoda bi, u ovom scenariju, bili konkurentniji na američkom tržištu od proizvođača iz SAD-a, dok bi američke kompanije imale koristi od jeftinijih inputa iz evrozone za sopstvenu proizvodnju. Na drugoj strani, kompanije iz evrozone koje uvoze američke proizvode bile bi pogođene porastom troškova uvoza iskazanih u evrima. Ako se realizuje prethodni scenario, izvoznici iz evrozone će osetiti prednosti u odnosu na američke kompanije i na trećim tržištima gde su konkurenti. Eventualno slabljenje valuta tih zemalja verovatno bi istanjilo prednosti evropskih izvoznika na tim tržištima.

Mada je na zajedničkoj sednici Federalnog odbora za operacije na otvorenom tržištu (eng. Federal Open Market Committee – FOMC) i Saveta guvernera Fed-a održanoj 1. novembra 2016. godine odlučeno da se zadrži ciljani okvir za referentnu kamatnu stopu (federalna sredstva) od $\frac{1}{4}$ do $\frac{1}{2}$ %, na istoj sednici, takođe, je nagovešteno da su preduslovi za porast ove kamatne stope sve jači.² To je važan nagoveštaj da bi se u 2017. godini mogao očekivati porast referentne kamatne stope Fed-a, što bi pojačalo pritisak na jačanje dolara, koje se registruje u drugoj polovini novembra 2016. godine. S obzirom na ovaj scenario, potrebno je skrenuti pažnju na posledice dalje potencijalne apresijacije dolara.

² Videti Zapisnik sa ove sednice na sledećoj adresi: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20161102.pdf>. Pristupljeno 25.11.2016. godine.

Jačanje dolara poskupljuje uvoz evrozone iz SAD-a, što će se verovatno odraziti na povećanu tražnju za domaćim proizvodima i uslugama. Jeftiniji evropski proizvodi mogu naneti štetu američkim kompanijama. Međutim, dok se ekonomske performanse SAD-a poboljšavaju, američke potrošače još uvek pritiska dug. To dovodi u sumnju sposobnost američke privrede da apsorbuje povećan obim proizvodnje evrozone.

Preduzeća iz evrozone, koja uvoze robu i usluge iz SAD-a, mogu pretrpeti štetu. Pad izvoznih prihoda sa tržišta SAD-a teško da može biti nadoknađen izvozom u Veliku Britaniju, jer britanska privreda može zapasti u recesiju posle izlaska iz EU.

Procene rasta evropske privrede u 2016. i 2017. godini su suzdržane i manje od očekivanog privrednog rasta SAD-a (European Commission, 2016). U svojoj jesenjoj prognozi ekonomskih kretanja evropske privrede, Evropska komisija (European Commission, 2016a, str. 1) je prognozirala rast realnog BDP-a evrozone u 2017. godini po stopi od 1,5%, odnosno 1,7% u 2018. godini. Slična očekivanja ima Evropska centralna banka. Prema projekcijama ove institucije (European Central Bank – ECB, 2016, str. 10), očekuje se rast realnog BDP-a evrozone po stopi od 1,7% u 2016. godini. Ujedno se prognozira stopa rasta realnog BDP-a od 1,6% u 2017. i 2018. godini. Usporena dinamika oživljavanja evropske privrede može se dovesti u vezu sa niskim globalnim rastom svetske privrede, posebno ZTN-a. To zapravo znači da tekuće strukturne reforme teško mogu izmeniti perspektive privrednog rasta

evrozone. Niska investiciona aktivnost evropskih kompanija ključni je razlog usporenog oživljavanja evropske privrede. Ekspanzivna monetarna politika evrozone do sada nije uspjela da podstakne snažnije investiranje. Oživljavanje investicija u evrozoni posle finansijske krize iz 2008. godine znatno je usporenije nego u SAD-u i Velikoj Britaniji.³ Usled smanjenog investiranja, formirana je neravnoteža između štednje i investicija, a u tekućem računu evrozone se registruje suficit. Pošto investitori teže većim prinosima, može se očekivati da će svoj novac usmeriti u kupovinu američkih akcija i drugih HoV.

Na slabljenje evra mogao bi uticati i program kvantitativnih olakšica koji sprovodi ECB,⁴ mada se to nije osetilo u prvoj polovini 2016. godine. Ne baš ohrabrujuće makroekonomske projekcije privrede evrozone do 2018. godine verovatno su doprinele odluci ECB iz marta 2016 (ECB, 2016a) da dalje umanjí vodeće kamatne stope, kao i da proširi program mesečnog otkupa hartija od vrednosti evrozone sa 60 mlrd. evra na 80 mlrd. evra, sa namerom da se ovaj prošireni program zadrži do marta 2017. godine, uz mogućnost da se po potrebi produži

3 Kolaps investiranja u Evropi nije samo posledica svetske ekonomske krize iz 2008. godine. Tome su doprineli i neki strukturni činioci, kao što su regulatorna uska grla i opšta poslovna klima. Rezultati ekonometrijske analize koju su sproveli Canton and Solera (2016, str. 25) pokazuju da je porast regulacije robnog tržišta za 1% povezan sa smanjivanjem priliva grinfild investicija u EU za 13%.

4 Sem kvantitativnog omekšavanja monetarne politike (eng. *quantitative easing* (QE)), kojim se povećava bilans stanja centralne banke, posle finansijske krize iz 2008. godine centralne banke širom sveta preduzimaju i kvalitativne olakšice (eng. *qualitative easing*) u vidu uključivanja manje likvidnih i rizičnijih HoV u svoju aktivu (Farmer and Zabczyk, 2016).

i posle tog datuma.⁵ U decembru 2015. godine Upravni savet (Savet guvernera) ECB odlučio je da smanji referentnu kamatnu stopu (kamatna stopa na depozite kod ECB) sa $-0,2\%$ na $-0,3\%$, da bi u martu 2016. godine ova stopa bila dodatno smanjena na $-0,4\%$, dok je kamatna stopa za refinansiranje smanjena na 0% . Povećana likvidnost stvara pritisak na kamatne stope na međubankarskom tržištu. Ova promena je povezana sa odlukom Evrosistema da otkupljuje obveznice čiji su prinosi veći od kamatne stope na depozite, da bi se izbegli direktni gubici ECB. Smanjivanjem kamatne stope povećan je obim dužničkih HoV koje su pogodne za otkup.

Prethodne mere mogu dovesti do slabljenja evra. Depresijacija evra bi verovatno privremeno pogurala izvoz evrozone, mada bi ovaj efekat mogao brzo da iščezne ako centrane banke izvan evrozone pristupe sprovođenju ekspanzivnije monetarne politike. Kretanje deviznog kursa između evra i dolara značajnim delom može se objasniti pomoću fluktuacija diferencijala (razlika) dugoročnih kamatnih stopa. Prema oceni ECB (2016b, str. 6), na apresijaciju nominalnog efektivnog deviznog kursa evra u prvoj polovini 2016. godine svakako je uticala i neizvesnost u pogledu ekonomskih perspektiva ZTN-a i izvoznika sirovina. Tokom 2015. godine evro je depresirao prema

5 Ovo proširenje programa zasniva se i na procenama da porast likvidnosti evrozone neće izazvati inflatorni pritisak. Mada se očekuje da monetarna relaksacija podstakne rast kreditiranja u privredi, novija istraživanja su pokazala da je dugoročna spona između rasta novčane mase i inflacije vremenom oslabila, dok je veza između rasta kreditiranja i budućih finansijskih kriza ojačala (Gertler and Hofmann, 2016, str. 26). Iz ovih nalaza nametnuo se zaključak o porastu prijemčivosti liberalizovanih finansijskih sistema da generišu cikluse kreditnih uspona i padova (eng. *boom-bust cycles*), koji mogu pojačati finansijsku nestabilnost.

dolaru za 17%. To je doprinelo spoljnoj konkurentnosti.⁶

Ostaje otvoreno pitanje da li niže kamatne stope mogu da prouzrokuju dodatni potencijalni privredni rast. U navedenom izvoru ECB (2016) procenjeno je da se do 2017. godine može očekivati rast potencijalnog outputa evrozone za nešto više od 1%, što bi, uz veći očekivani tekući privredni rast u odnosu na potencijalni, trebalo da dovede do smanjivanja proizvodnog jaza u projektovanom vremenskom horizontu. Ne treba smetnuti s uma da je ovako procenjen rast potencijalnog outputa znatno ispod potencijalnog rasta iz perioda pre krize iz 2008. godine.

Depresijacija evra povećava uvozne cene u toj valuti. Mada očekivani porast neto izvoza vodi višim stopama rasta bruto domaćeg proizvoda (BDP), depresijacija evra posredstvom direktnih i indirektnih efekata utiče na inflaciju evrozone. Pri tome se promene deviznog kursa evra brže i u većoj meri registruju u kretanju uvoznih cena, dok je uticaj na cene proizvođača i potrošačke cene manji. Devizni kurs evra prema dolaru ima naglašen uticaj na inflaciju evrozone, u poređenju sa drugim valutama, zbog toga što se cene sirovina iskazuju u dolarima. Stoga veliki zaokreti deviznog kursa evra prema dolaru, posredstvom cena energetskih i ostalih sirovina, direktno utiču na inflaciju evrozone. Primenom Hann-ovog (Hann, 2003) modela, u ekonomskom biltenu Evropske

centralne banke broj 7. iz 2016. godine (ECB, 2016b, str. 42) ocenjeno je da jedan procenat depresijacije evra vodi povećanju cena potrošača evrozone (eng. *Harmonised Index of Consumer Prices – HICP*) za 0,10% posle jedne godine, odnosno za 0,23% posle tri godine. U istom radu se konstatuje da porast udela uvoza evrozone izvan ove integracije, koji se fakturiše u evrima, u njenom ukupnom uvozu, vodi smanjivanju stepena transmisije deviznog kursa na cene (eng. *pass-through*).

Sporazum o transatlanskoj trgovini i investicionom partnerstvu (Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP)), čije se potpisivanje očekivalo do kraja 2016. godine, mogao bi da dovede do stvaranja najveće ekonomske integracije u svetu (polovina svetske trgovine odvija se između članica ovog sporazuma, SAD-a i EU). Mada je potpisivanje ovog sporazuma odloženo, verovatno će se nastaviti sa pregovorima. Stoga je značajno ukazati na njegove moguće efekte. Liberalizacija tokova robe i kapitala u okvirima ovog partnerstva mogla bi podstaći obostrane tokove kapitala, ali i rast investicija u Evropi zbog jačanja konkurencije. Privredni rast SAD-a predstavlja važan faktor rasta izvoza evrozone, posebno Nemačke. Najveća korist od ovog sporazuma očekuje se na planu smanjivanja nekarinskih prepreka u međusobnoj trgovini SAD-a i EU. To će ujedno značiti i određena ograničenja regulative na području ekološke zaštite, odnosno

6 Međutim, evro je nominalno ojačao prema dolaru od 1,089 dolara za jedan evro 31.12.2015. na 1,123 dolara 15. juna 2016. godine, odnosno 1,133 dolara 19. avgusta 2016. godine. Posle toga evro je počeo da gubi na vrednosti do iznosa od 1,063 dolara 2. decembra 2016. godine. Podaci su preuzeti 02.12.2016. godine sa sajta: <https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/index.en.html>.

jačanje uticaja ulagača i izvoznika.⁷ To bi moglo, u značajnoj meri, da veže ruke vladama koje žele da zaštite svoje tržište od proizvoda koji su štetni za čovekovu okolinu i zdravlje ljudi.

Posle referendumske odluke Velike Britanije o izlasku iz EU, predstoji regulisanje njihovih međusobnih trgovinskih odnosa. Karakter budućih veza umnogome će opredeliti mogućnosti izvoza EU na tržište Velike Britanije.

2. POSLEDICE APRESIJACIJE DOLARA NA PRIVREDU JAPANA

Oštra depresijacija japanskog jena od druge polovine 2012. godine nije pomogla da se osetnije poveća robni izvoz Japana.⁸ Depresijacija je

7 U EU postoje rezerve prema ovom sporazumu zbog sumnje da SAD ovim putem žele da ublaže zdravstvene standarde EU, kao i njenu regulativu koja se odnosi na tržište rada i zaštitu životne sredine. Pre svega, misli se na genetski modifikovane organizme (GMO) i nanotehnologije, ali i tehnološke postupke koji su zabranjeni u Evropi. Sumnja se da su odredbe ugovora podređene korporativnim interesima. Povrh svega, TTIP daje pravo korporacijama da ospore odluke neke države o zabrani određene tehnologije (sporovi na relaciji investitor – država (Investor-state dispute settlement – ISDS)). U slučaju spora, korporacije bi, prema odredbama ovog sporazuma, mogle da izbegnu primenu nacionalnih zakona u državi u kojoj posluju i koju tuže zbog povrede trgovinskog ugovora (npr. donošenje novog zakona koji ugrožava profit korporacije). Odluke bi donosila arbitraža privatnog suda. Jednom doneta odluka ovog suda bila bi konačna i bez prava na žalbu. Kritičari ovog sporazuma smatraju da bi neke njegove odredbe mogle da povećaju prostor za kontrolu. Pod pritiskom javnosti, Evropska komisija je 2015. usvojila predlog novog sistema investicionog sudstva (zaštita investicija), koji se odnosi na TTIP. Ovaj predlog je, prema saopštenju Evropske komisije, transparentniji od ranijeg sistema i pruža veću zaštitu regulatornih sloboda članica sporazuma (http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-15-6060_en.htm Pristupljeno 04.02.2016. godine). Uprkos evropskom skepticizmu, ne bi trebalo izgubiti iz vida da bi ovaj sporazum znatno olakšao pristup nemačke industrije američkom tržištu, posebno za hemijske i farmaceutske kompanije. Velike uštede bi mogli da ostvare i proizvođači motornih vozila.

8 Tokom 2016. jen je jačao u odnosu na dolar, tako da je krajem septembra iste godine devizni kurs između dolara i jena iznosio 100 jena za jedan američki dolar. Zatim je jen otpočeo da slabí prema dolaru, pa je devizni kurs na dan 2. decembra 2016. iznosio 114 jena za jedan dolar (<https://www.boj.or.jp/en/statistics/market/forex/fxdaily/161202.pdf> Pristupljeno 3.12.2016. godine).

nastupila posle razdoblja od 2008. do 2011. godine kada je jen oštro apresirao. Deo razloga za slabije reagovanje japanskog izvoza na depresijaciju jena može se pripisati rasprostranjenosti praksi seobe proizvodnje u druge zemlje, kao i slabim efektima transmisije promena deviznog kursa na izvozne cene (oko 50% poslednjih godina u poređenju sa 85% tokom 1980-ih). I u ovom slučaju važe konstatacije o značajnoj uključenosti japanske privrede u globalne mreže isporuke (IMF, 2015, str. 138-139). Japanski izvoznici su poznati po tome isto istrajavaju u održavanju stabilnih izvoznih cena na izvoznim tržištima, dok fluktuacije deviznog kursa amortizuju posredstvom profitne marže. Zbog toga se nije mogao ni osetiti uticaj volatilnosti deviznog kursa na izvozne cene, a izostale su i promene trgovinskog bilansa. Manji prenos promena deviznog kursa na trgovinu je važan signal da slabe transmisioni mehanizmi monetarne politike, pa se javljaju kritike na domete kvantitativne relaksacije monetarne politike. U suštini, nameće se zaključak da se umanjuje mogućnost korekcija platnobilansne neravnoteže putem prilagođavanja relativnih trgovinskih cena. Prebacivanjem proizvodnje u ošfor filijale širom Azije, japanske kompanije su umanjile izvoznú elastičnost Japana (World Bank Group, 2016, str. 9). Pošto je Japan sve više uključen u globalne lance vrednosti, depresijacija jena ima sve manju ulogu u povećanju izvoza. Stoga je i reagovanje izvoza na depresijaciju jena bilo slabije od očekivanog. Oslabljena inostrana tražnja, kao posledica porasta trgovine dodatom vrednošću između

Japana i ostalih azijskih zemalja, takođe je umanjila izvoz Japana (Ito and Wakasugi, 2015, str. 215).

Istorijski posmatrano, Japan je godinama ostvarivao suficite trgovinskog bilansa, dovoljno visoke da se u tekućem računu takođe beleži suficit. Međutim, poslednjih godina postao je značajan suficit računa primarnog dohotka, dok je trgovinski suficit skoro iščezao (u periodu 2011–2014. beleži se deficit računa robe i usluga).⁹ Suficit tekućeg računa 2007. je iznosio 4,8% BDP-a, ali je opao na 0,7% 2013. godine.¹⁰ SAD u dužem vremenskom periodu ostvaruju deficit u robnoj razmeni sa Japanom, dok se u razmeni usluga registruje suficit. Bilans SDI između ove dve zemlje pokazuje da su japanske SDI u SAD-u godinama unazad kontinuirano veće nego SDI SAD-a u Japanu. Jačanje dolara prema jenu može produbiti tendenciju odliva SDI iz Japana u SAD, dok se posledice na trgovinski bilans mogu posmatrati prema oslabljenoj vezi između deviznog kursa i međunarodne trgovine.

3. UTICAJ APRESIJACIJE DOLARA NA ZEMLJE SA TRŽIŠTEM U NASTAJANJU

Analizirajući ekonomsku aktivnost u ZTN tokom ciklusa dolara, Druck et al. (2015) su zaključili da je rast BDP-a u tim zemljama slabio u vreme apresijacije dolara, bez obzira na pozitivne impulse privrednog rasta u SAD-u. To se objašnjava transmisijom jačeg dolara na cene sirovina:

9 http://www.mof.go.jp/english/international_policy/reference/balance_of_payments/ebpnet.htm Pristupljeno 24.06.2016. godine.

10 <http://www.japanmacroadvisors.com/page/category/economic-indicators/international-balance/balance-of-payment/> Pristupljeno 24.01.2016. godine.

jačanje dolara vodi smanjivanju ovih cena.¹¹ Niže cene sirovina, iskazane u dolarima, znače manji dolarski dohodak njihovih izvoznika, što vodi usporavanju rasta BDP-a ZTN-a. Dohodovni efekat smanjuje kupovnu moć izvoza zemalja izvoznica sirovina. To može poništiti ekspanzivni efekat koji nastaje zbog slabljenja domaće valute prema dolaru. Stagnacija i usporavanje privrednog rasta nastaje i zbog povećanja kamatnih stopa u SAD-u (periodi viših kamatnih stopa poklapaju se sa jačanjem dolara). Ovi efekti su izraženiji kod zemalja koje imaju rigidnije režime deviznog kursa. Polazeći od spomenutih veza, moglo bi se očekivati da će rast kamatnih stopa u SAD-u i produžena apresijacija dolara, uticati na privredni rast ZTN-a.¹²

Jačanje (apresijacija) dolara u prošlosti (1980–85, 1995–2001. i 2008–2009) bilo je povezano sa spoljnim krizama ZTN-a. Interesantno

11 Teorijsku osnovu ovog transmisionog kanala formulisao je Frenkel (1986). On je pokazao da relaksacija monetarne politike SAD-a, preko depresijacije dolara, dovodi do povećanja cena sirovina, i obrnuto. Zhang (2013) podseća da se dolar koristi kao valuta fakturisanja međunarodne trgovine sirovom naftom, i da fluktuacije vrednosti dolara utiču na cenu ove sirovine: jači dolar obara realne cene nafte, a njegova depresijacija utiče na porast dolarskih cena nafte. Engel i Hamilton (1990) su skrenuli pažnju na činjenicu da se vrednost dolara duže vremena kreće u jednom pravcu, a ukazali su i na postojanje velikih svingova vrednosti dolara.

12 Porast kamatnih stopa u SAD-u pokreće odliv kapitala iz nekih ZTN, uslovljavajući depresijaciju njihovih valuta. Zemlje sa slabijim makroekonomskim karakteristikama više su pogođene odlivom kapitala. Privrede koje se više oslanjaju na priliv portfolio kapitala su izložene špekulativnim pritiscima, pa su i osetljivije od zemalja koje su više usmerene na priliv SDI. Valute zemalja koje imaju fleksibilni devizni kurs i manji obim deviznih rezervi, po pravilu će depresirati usled bega stranog kapitala. Zemlje koje slede politiku fiksnog deviznog kursa suočavaju se sa platno-bilansnim teškoćama usled odliva kapitala, pa će na kraju biti prinudene na devalvaciju svoje valute. Zaduživanje u inostranstvu radi potrošnje, a ne radi investiranja, vodi kumuliranju deficita tekućeg računa, povećavajući osetljivost zemalja na odliv kapitala. Ranjivost zemalja jača sa porastom njihovog javnog duga i inflacije (Sahay et al., 2014). Empirijski nalazi potvrđuju da su zemlje sa slabijim makroekonomskim karakteristikama pokazivale veću volatilnost deviznog kursa i promene u tokovima kapitala na vesti o promeni monetarne politike RZ (Santacreu, 2015).

je da je krizna epizoda 1995–2001. slična sa tekućim okolnostima: apresijacija dolara u ovom razdoblju ostvarena je u ambijentu očekivanja snažnijeg privrednog rasta SAD-a i čvršće monetarne politike u odnosu na Evropu i Japan. Zemlje čija je valuta bila vezana za dolar početkom ovog kriznog perioda suočile su se sa naglim prekidom priliva kapitala, dok su zemlje sa slobodnim plivanjem svoje valute registrovale neto priliv kapitala i porast rezervne aktive (IMF, 2015a, str. 13). Ove istorijske pouke mogu biti značajne za današnje prilike.

Mada su valute mnogih ZTN-a oslabile u razdoblju 2010–2015., depresijacije nisu bile tako nagle kao u periodu 1995–2000. godine. Zemlje sa režimom fleksibilnog deviznog kursa su tokom vremenskog intervala 2010–2015. imale širi raspon prilagođavanja nominalnog efektivnog deviznog kursa nego što je to bio slučaj u vremenskoj sekvenci 1995–2000. godine (IMF, 2016, str. 76).

Privrede kod kojih je učešće dolara u valutnoj strukturi spoljnog duga naglašeno, naročito su osetljive na apresijaciju ove valute. Valutna struktura deviznih rezervi uglavnom sledi valutnu strukturu neto dužničke pozicije zemlje prema inostranstvu. Kredibilitet nekih banaka i kompanija čiji su dugovi denominovani u dolarima, a primanja u drugim valutama, može biti ugrožen usled apresijacije dolara. Uprkos tome, zemlje se odlučuju za uzimanje kredita u dolarskim instrumentima, jer na taj način pristupaju većem i likvidnijem globalnom kreditnom tržištu. Zajmodavci u ovoj valuti su zaštićeni od neočekivanih fluktuacija deviznog

kursa lokalnih valuta. Kamil (2012) je, istražujući problem zaduženosti na nivou kompanija, utvrdio da je veća fleksibilnost deviznog kursa dovela do premeštanja dugova koji su denominovani u dolarima u preduzeća koja su bila sposobnija da izdrže posledice depresijacije valute (izvoznici sa većim iznosima stranih aktiva). Preduzeća zadužena u dolarima, koja proizvode nerazmenljive proizvode, posebno su osetljiva na velike depresijacije domaće valute.

Smanjivanje uvozne tražnje Kine i ostalih ZTN-a, kao i pad cena sirovina, uz očekivani porast kamatnih stopa u SAD, uticalo je na usporavanje priliva i povećanje odliva SDI iz zemalja u razvoju (ZUR). U prošlosti su pogođene zemlje u ovakvim situacijama povećavale domaće kamatne stope i devalvirale nacionalnu valutu u nastojanju da spreče odliv kapitala. Međutim, ove mere često su imale negativne posledice na domaću privredu usled porasta troškova kapitala za domaća preduzeća. To je u novije vreme navelo vlade mnogih zemalja da koriste devizne rezerve za podršku domaćoj valuti. Neke su pristupile kontroli računa kapitala. Izbor mera je zavisio od režima deviznog kursa i raspoloživih okvira monetarne politike (UN, 2016, str. 85).

Depresijacija domaće valute u ZTN-u povećava troškove servisiranja spoljnog duga, koji je denominovan u stranim valutama. Kod nekih ZTN-a spoljni dug denominovan u dolarima je porastao poslednjih godina, mada je ova izloženost posmatrana prema BDP-u smanjena u odnosu na stanje koje je postojalo pre Azijske krize iz

1997. godine (Ollivaud, Rusticelli and Schweltnus, 2015). Spomenuti autori su došli do zaključka da su kompanije u mnogim ZTN povećale svoje pozajmice u stranim valutama (Ollivaud, Rusticelli and Schweltnus, 2015, str. 18), što je pojačalo njihovu izloženost riziku deviznog kursa. U ranijim slučajevima apresijacije dolara zabeleženi su brojni primeri porasta duga preduzeća u odnosu na BDP, uz povećanje njihove devizne izloženosti. To je analitičare navelo na zaključak da veći spoljni dug umanjuje kapacitet zemlje za servisiranje tog duga i povećava njenu osetljivost na makroekonomske i finansijske šokove. Takav razvoj događaja posebno se odnosi na zemlje sa niskim koeficijentom pokrića kamate (eng. interest coverage ratios – ICR) (Jaumotte et al., 2015, str. 3).¹³ Danas kad Fed nagoveštava da bi u 2017. godini moglo doći do porasta referentne kamatne stope, potrebno je pažljivo sagledati posledice takve politike na ostatak sveta. Ako banke i preduzeća u ZTN-u zapadnu u finansijske teškoće, to bi moglo da ugrozi njihove investicije, a time i privredni rast. Zbog toga bi vlade ovih zemalja mogle da ograniče pristup dolarским kreditnim tržištima, pre svega posredstvom bankarskog sistema, gde bi se proveravala izloženost komitenata riziku apresijacije dolara (Bernanke, 2016).¹⁴ BIS (Bank for International Settlements) u svom

kvartalnom pregledu (IV kvartal 2014) iskazuje zabrinutost da bi jačanje dolara moglo imati "... produbljen uticaj na svetsku privredu", posebno za ZTN (BIS, 2014, str. 12). Da ova upozorenja imaju osnova svedoči i činjenica da je stanje međunarodnih kredita nebankarskih zajmoprimaca u ZTN (bankarski zajmovi i dužničke hartije od vrednosti) denominovanih u dolarima opalo na 3,2 biliona dolara krajem marta 2016. godine (BIS, 2016, str. 17).

Jačanje dolara ujedno znači slabljenje valuta ZTN-a, tako da dug u dolarima postaje sve teži za servisiranje. Time se povećava neizvesnost za ove zemlje. Depresijacija njihovih nacionalnih valuta povećava troškove servisiranja spoljnog duga, koji je denominovan u dolarima. Naročito su pogođene kompanije u ovim zemaljama, koje su se zadužile u inostranstvu u dolarima, posebno u slučajevima kad su propustile da se odgovarajućim finansijskim sredstvima zaštite od rizika deviznog kursa. Težina ovog rizika će biti manja kod kompanija koje svoje izvozne prihode ostvaruju u dolarima. Međutim, pad cena sirovina, iskazanih u dolarima, umanjio je izvozne prihode istaknutih izvoznika ovih proizvoda. Servisiranje spoljnih dugova ovih zemalja može biti otežano ako strani investitori podstaknu odliv kapitala iz tih privreda. Sa teškoćama servisiranja spoljnog duga suočavaju se i neke zemlje centralne i istočne Evrope, čije su valute znatno depresirale u odnosu na švajcarski franak od sredine januara 2015, kad je centralna banka Švajcarske ukinula fiksiranje deviznog kursa švajcarskog franka u odnosu na

¹³ <https://www.imf.org/external/pubs/ft/pdp/2015/pdp1502.pdf> Pristupljeno, 19.01.2016. godine. Ovaj koeficijent se izračunava tako što se profit pre otplate kamate i oporezivanja (eng. earnings before interest and taxes – EBIT) podeli sa iznosom kamate koja se odnosi na isti period.

¹⁴ <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2016/01/07-dollar-international-role> Pristupljeno 18.01.2016. godine.

evro.

Apresijacija dolara, odnosno depresijacija valuta ZTN-a prema dolaru, povezana je sa tendencijom rasta suverenih CDS (eng. *credit default swap*) spredova (premije).¹⁵ Putem ove veze se uspostavlja međuodnos između deviznih kurseva i finansijskih uslova u zemlji. Porast ovog spreda u osnovi znači porast rizika zemlje čija valuta depresira prema dolaru.

Osim apresijacije dolara, moguće je da poraste volatilnost deviznog kursa. Do porasta volatilnosti može doći ne samo zbog divergentnih trendova monetarne politike vodećih RZ, već i zbog neizvesnosti u pogledu njihovog ukupnog razvoja, kao i mera politike koje će one preduzeti.¹⁶ Apresijacija dolara može dodatno povećati osetljivost korporacija sa dolarskom izloženošću iz ZTN-a, koja je inače naglo porasla u poslednjih nekoliko godina, delom i zbog težnje investitora za višim prinosima u okruženju niskih

kamatnih stopa.¹⁷ Povećana volatilnost nominalnog deviznog kursa dolara prema drugim valutama delimično se može ublažiti intervencijom centralnih banaka na deviznim tržištima.

Empirijski nalazi do kojih su došli Ollivaud, Rusticelli i Schweltnus (2015), pokazuju da su neke zemlje, veliki neto dužnici prema inostranstvu, u koje spadaju i ZTN, tokom poslednje dve decenije smanjile svoju neto agregatnu izloženost u stranim valutama. To može biti određeno ohrabrenje, jer su na taj način ograničile direktne finansijske efekte fluktuacija deviznog kursa, posredstvom vrednovanja spoljne aktive i pasive.

Kompanije iz ZTN-a su sklone da uzimaju pozajmice na međunarodnom finansijskom tržištu emitujući obveznice denominovane u dolarima, i da ta sredstva koriste delom za investicije u realnom sektoru, a delimično i za kupovinu finansijskih aktiva koje glase kako na drugu stranu tako i na domaću valutu (pri tome ove aktive nose višu kamatnu stopu od one koja se odnosi na kompanijski dug u dolarima).¹⁸ Dokazi za postojanje ove pojave u ZTN-u mogu se naći

15 CDS je poseban oblik svopa koji omogućava transfer kreditnog rizika hartija od vrednosti sa fiksnim prinosom između dva ili više subjekata. Kupac CDS-a dobija kreditnu zaštitu, dok prodavac garantuje kredibilitet dužničkog instrumenta.

16 Neto priliv kapitala po osnovu emisije akcija i obveznica utiče na volatilnost deviznog kursa. Na primeru azijskih ZUR i ZUT (Indija, Indonezija, Južna Koreja, Pakistan, Hing Kong, Tajland, Filipini i Tajvan), Caporale et al. (2015) su pokazali da neto priliv portfolija kapitala značajno utiče na zaokrete u volatilnosti deviznog kursa, kao i na zadržavanje u stanju visoke (niske) volatilnosti. Poruka ovih nalaza je da uvođenje kontrole priliva ovog vida kapitala može biti efikasno oruđe za finansijske regulatore koji teže da stabilizuju devizno tržište. Bohn i Tesar (1996) su napisali pionirski rad u kome je formulisana hipoteza o spremnosti investitora na razičnija ulaganja u cilju sticanja većeg prinosa, pri čemu je ova spremnost zasnovana na ranijim prinosima određenih HoV (eng. *return chasing*). U osnovi, ova teza tvrdi da investitori teže visokim prinosima na tržištima akcija i obveznica.

17 Devizni dug korporacija iz nefinansijskog sektora ZTN-a - denominovan u dolaru, evru i jenu – procenjen je na blizu 3 biliona dolara u 2014. godini. Ukupan korporativni dug je znatno veći, i procenjen je na preko 18 biliona u 2014. godini (IMF, 2015b, str. 84). Privatni krediti u mnogim ZTN su porasli ugrožavajući njihovu finansijsku stabilnost i privredni rast. Količnik privatnog duga i BDP-a je kod mnogih zemalja značajno uvećan. Na primer, krediti nefinansijskog privatnog sektora izabranih zemalja su početkom 2016. godine dostigli sledeće iznose: iznad 70% BDP-a u Brazilu, Rusiji, Južnoj Africi i Turskoj, i iznad 137% BDP-a u Maleziji (OECD, 2016, str. 44).

18 Ova pojava u literaturi se naziva "carry trade". Uglavnom se preduzeća kratkoročno zadužuju u dolarima u cilju zauzimanja duge pozicije u domaćoj valuti. Kompanije takođe mogu istovremeno držati onšor dolarske depozite zasnovane na dolarskim ošfor pozajmicama, sa značajnim međusobnim uticajem (McCauley and Shu, 2016, str. 26–27). Finansijska aktiva ovih kompanija podrazumeva i bankarske depozite.

kod Bruno i Shin (2015). Ukoliko se dolarske pozajmice koriste za kupovinu domaćih finansijskih instrumenata, koje emituju druge domaće kompanije, dolarski zajmovi se prenose na ostale segmente privrede u vidu povoljnijih kreditnih uslova. Međutim, kad dolar počne da jača, ove povoljnije okolnosti se pretvaraju u oštrije uslove (Mc Cauley, 2015, str. 28-29). Ukoliko dolarske pozajmice uzimaju preduzeća koja proizvode nerazmenljiva dobra, i investiraju ih u domaće aktive ili proširenje svojih proizvodnih kapaciteta, za njih postoji veliki rizik da će biti pogođena valutnom neusklađenošću svoje aktive i pasive u vreme jačanja dolara.¹⁹ Ovaj rizik će biti manji kod preduzeća iz sektora razmenljivih dobara, koja svoje proizvode mogu prodavati za dolare.

Razlozi zbog kojih se preduzeća opredeljuju za zajmove u dolarima mogu biti povezani i sa mogućnošću pozajmice na duži rok, a ne samo zbog nižih kamatnih stopa. Kratkoročna zaduženost u stranoj valuti nosi veći rizik kod refinansiranja ovog duga (eng. *rolover rizik*²⁰) ili rizik likvidnosti, nego dugoročna zaduženost. Povoljna okolnost za mnoga preduzeća iz ZTN-a je u tome što su njihovi gotovinski tokovi u dolarima, što olakšava službu stranog duga. Takođe je značajno istaći da veći deo emitovanih dužničkih hartija od vrednosti kompanija iz ovih zemalja ima duži rok dospeća (preko 10 godina u 2015. godini). Ova ročnost

19 Valutna neusklađenost između domaće i stranih valuta raste u meri povećane osetljivosti bilansa stanja ili neto dohotka (u računu dohotka) na promene deviznog kursa.

20 Rolver rizik (eng. *rollover risk*) je rizik povezan sa refinansiranjem duga. Sa ovim rizikom se susreću preduzeća i države kad postojeći dug koji dospeva treba refinansirati. Ako u to vreme porastu kamatne stope, refinansiranje će se obaviti po tim novim, povećanim kamatnim stopama, koje će predstavljati rastući teret u budućnosti.

umanjuje "rolover rizike", kao i rizik iznenadnog bega kapitala (Caruana, 2016, str. 9).

U istraživanju koje su sproveli Chui, Kuruc i Turner (2016), ocenjeno je da je agregatna valutna neusklađenost privatnog sektora u ZTN-u značajno porasla posle 2010. godine. Sem preduzeća iz sektora razmenljivih proizvoda, u ovom istraživanju se ističe zaključak da su se i preduzeća iz sektora nerazmenljivih dobara značajno zadužila. Pri tom se konstatuje da je osetljivost preduzeća povećana smanjivanjem njihove profitabilnosti od sredine 2014. godine. Ujedno je u istom istraživanju ispoljeno očekivanje da će pad profitabilnosti verovatno uticati na smanjivanje fiksnih investicija i privrednog rasta ZTN-a u kratkom roku. Raniji porast leveridža bi svakako izazvao manju zabrinutost da su pozajmljena sredstva korišćena za finansiranje profitabilnih investicija u proizvodnom sektoru. Deleveridž kompanija će takođe uticati na smanjivanje poslovnih operacija, sa dodatnim posledicama za privredni rast.

Nalazi saopšteni u radu Ranciere et al. (2016) pokazuju da je porast valutne neusklađenosti evropskih ZTN bio povezan sa višim stopama privrednog rasta u mirnije vreme, ali da se isti nalaz odnosi i na periode oštrijih kriza. Na osnovu analize sprovedene na nivou preduzeća, u spomenutom izvoru došlo se do saznanja da je valutna neusklađenost malih preduzeća u sektoru nerazmenljivih dobara u evropskim ZTN ublažila njihova kreditna ograničenja i omogućila zajmove po nižim kamatnim stopama, što je pozitivno uticalo na njihov rast.

Međutim, ovaj nalaz nije potvrđen na uzorku velikih kompanija. Rezultati ovog istraživanja su značajni jer su obuhvatili kako listirane tako i nelistirane kompanije.

Državne naftne kompanije iz ZTN-a su proteklih godina značajno uvećale dolarske dugove posredstvom ofšor plasmana svojih obveznica. Često se ovaj rast spoljne zaduženosti poklapao sa transferom velikih iznosa dividendi direktno u budžet države. Smanjivanje ovih uplata otežalo je fiskalnu poziciju vlada, koje su već naviknute na poreske prihode od nafte. Neke zemlje su hedžirale ove prihode, druge nisu. Ipak, dugoročni pad cena nafte dovodi do erozije prihoda budžeta obe grupe zemalja. Pojedine zemlje su na vreme preduzele programe fiskalnog prilagođavanja. Niže cene nafte smanjuju gotovinske tokove u procesu proizvodnje, povećavajući rizik likvidnosti, koji može ugroziti otplatu kamata u korist poverilaca. Značajno ohrabrenje za ove zemlje je oporavak cena nafte u prvoj polovini 2016. godine i nagoveštaji da bi ovaj trend mogao da se zadrži. Zaduženija preduzeća mogu biti primorana da prodaju aktivu, u koju spadaju i fabrike i oprema. Prezadužene kompanije su prinuđene da hedžiraju svoju izloženost velikoj volatilnosti prihoda pomoću fjučersa i opcija.

4. POSLEDICE NEKONVENCIONALNE MONETARNE POLITIKE RAZVIJENIH ZEMALJA

Efekti nekonvencionalne monetarne politike u SAD-u, Japanu i EU prelivaju se na ZTN. Očigledan kanal transmisije u otvorenim privredama je

posredstvom deviznog kursa. U režimu fluktuirajućih deviznih kurseva, pri ostalim nepromenjenim okolnostima, smanjivanje kamatnih stopa u inostranstvu vodi apresijaciji domaće valute. Prelivanje nekonvencionalne monetarne politike registruje se i u tekućem računu ovih zemalja, pri čemu je taj kanal izraženiji kod zemalja koje su više integrisane u međunarodno finansijsko tržište. Prognoze dalje apresijacije dolara podupiru očekivanja da će se monetarna politika Fed-a sve više razilaziti prvenstveno sa monetranom politikom evrozone i Japana.

Bayoumi, Gagnon i Saborowski (2014) su utvrdili da su zvanični tokovi kapitala značajno uticali na bilans tekućeg računa zemalja koje sprovode nekonvencionalnu monetarnu politiku. Ovu analizu su proširili Bayoumi et al. (2015) u tri pravca. Prvo, uključili su novi set instrumenata kojima su identifikovali egzogene varijacije neto zvaničnih tokova kapitala (eng. net official flows – NOF), uključujući i intervencije na deviznim tržištima. Rezultati su potvrdili postojanje značajnog uticaja zvaničnih tokova kapitala na tekući račun, uključujući i povratno dejstvo na tokove kapitala.²¹ Drugi istraživački pravac bio je usmeren na ispitivanje uticaja kvantitativne relaksacije monetarne politike (eng. *quantitative easing* – QE) na tekući račun. Treće područje istraživanja odnosilo se na pitanje uticaja nacionalne ekonomske politike na tekući račun drugih zemalja. Regresiona analiza zasnovana

²¹ Ovaj uticaj se povećava ako se u ocenu uključe instrumentalne varijable (42 centa po dolaru u proseku upoređeno sa 24 bez instrumentalnih promenljivih) (Bayoumi et al., 2015a, str. 146).

na godišnjim podacima je pokazala da QE, ako se sprovodi kupovinom stranih aktiva, ne utiče značajnije na tekući račun zemlje koja sprovodi ovu politiku samo ako je mobilnost kapitala visoka, dok je veliki i robustan pozitivan uticaj registrovan pri niskoj mobilnosti kapitala. Takođe je utvrđeno da sprovođenje QE putem zvanične kupovine domaće aktive, pri visokoj mobilnosti kapitala ne utiče u značajnijoj meri na tekući račun zemlje. Umeren ali značajno pozitivan uticaj je otkriven pri niskoj mobilnosti kapitala (Bayoumi et al., 2015, str. 25). Istraživanje je, takođe, pokazalo da su efekti preliivanja zvanične politike na druge zemlje proporcionalni stepenu njihove međunarodne finansijske integracije.

Nezavisno od ovih ocena, kreatori ekonomske politike u nekim ZTN su utvrdili da je nekonvencionalna monetarna politika dovela do priliva kapitala iz RZ u te zemlje, stvarajući pritisak na devizni kurs njihovih valuta, uz pretnju da apresijacija našteti njihovom izvozu. Mnoge zemlje su sprovodile obimne intervencije na deviznom tržištu, koje su bile praćene sterilizacijom ovih tokova.²² Pokazalo se da između intervencija na deviznom tržištu i neravnoteže tekućeg računa postoji obostrana veza. Gagnon (2013, str. 16) je statističkom analizom, uz

22 Panel analiza koju su uradili Adler et al. (2015, str. 20) na uzorku sa velikim brojem zemalja i u dužem vremenskom periodu, pruža robustne dokaze da su intervencije na deviznom tržištu značajno uticale na nivo deviznog kursa. Kupovina strane valute u iznosu od 1% BDP-a, prema nalazima ove studije, dovodi do depresijacije nominalnog i realnog deviznog kursa u rasponu [1,7–2,0] procenta i [1,4–1,7] procenata, respektivno. Blanchard, Adler and de Filho (2015, str. 21) su pružili dokaze da veća intervencija na deviznom tržištu, kao odgovor na priliv kapitala, dovodi do manje apresijacije domaće valute. Na osnovu ovih nalaza, autori su ocenili da intervencije na deviznom tržištu predstavljaju važan makroekonomski instrument.

korišćenje instrumentalnih varijabli, utvrdio da se tekući račun zemlje povećava između 60 i 100 centi za svaki dolar potrošen na intervenciju na deviznom tržištu. Zemlje koje su pokušavale da spreče apresijaciju valute kupovinom stranih aktiva uspele su, po oceni ovog autora, da nagomilaju velike suficite tekućeg računa.²³

Nekonvencionalna monetarna politika SAD-a, Velike Britanije, evrozone i Japana ispoljila je značajan uticaj na novčanu masu zemalja u tranziciji (ZUT), posredstvom uticaja na bankarske bilanse, depozite nefinansijskih institucija i emisiju HoV nefinansijskih institucija. Rebalansiranje portfolija pod uticajem ove politike povećalo je emisiju dužničkih instrumenata ZUT-a, kao i zaduženost bankarskog sektora u ovom zemljama (Korniyenko and Loukoianova, 2015, str. 28).

Nekonvencionalna monetarna politika ECB nosi potencijalne rizike. Među najznačajnijima su rizik formiranja balona (eng. asset price bubbles) i rizik pogrešne alokacije resursa/kapitala. Ne treba izgubiti iz vida ni mogućnost "valutnog rata" (konkurentske devalvacije) u svetu. Na drugoj strani, snažniji razvoj inflacije od srednjeg prema dugom roku manje je verovatna mogućnost. Najznačajniji kanal čijim posredstvom se QE program prenosi na nivo cena je devizni kurs. Ostali transmisioni kanali su: inflaciona očekivanja, prestrukturiranje portfolija u pravcu većeg udela obveznica i akcija, bankarski zajmovi. Finansijska

23 Apresijacija valute umanjuje izvoznu konkurentnost. Stoga su mnoge ZTN pribegle fiskalnom prilagodavanju sa ciljem da ublaže stepen apresijacije na duži rok (Badia and Segura-Ubiergo, 2014).

struktura evrozone sugerše da bankarski kanal transmisije može biti značajniji od finansijskog.

Nekonvencionalna monetarna politika RZ dovela je do pada njihovih dugoročnih kamatnih stopa, što povećava osetljivost ZTN-a u vreme promene trenda kamatnih stopa na tržištima RZ. Povezujući zemlje sa njihovim najprirodnijim baznim valutama (pri tome to ne mora po definiciji da bude američki dolar), Obstfeld (2015) je utvrdio da porast strane dugoročne kamatne stope za 100 baznih poena po pravilu dovodi do porasta lokalne dugoročne kamatne stope za 40 baznih poena (navedeno prema Sobrun and Turner, 2015, str. 9). Na osnovu ovih nalaza, Obstfeld je zaključio da međusobna povezanost lokalnih dugoročnih kamatnih stopa sa dugoročnim kamatnim stopama u zemlji bazne valute postoji i kad lokalna valuta nije vezana za baznu. Uticaj stranih kratkoročnih kamatnih stopa na domaće kamatne stope, po njegovoj oceni, znatno je manji. Iz ove analize se nametnulo zapažanje Obstfeld-a da fleksibilni devizni kursevi ne vode izolaciji lokalne dugoročne kamatne stope od stranih uticaja (Sobrun and Turner, 2015, str. 9).

Empirijski nalazi pokazuju da porast kamatnih stopa u SAD-u, ili očekivanje da će one porasti, negativno deluje na portfolio tokove kapitala u ZTN (Koepke, 2015).²⁴ Dahlhaus i Vasishtha (2014) tvrde da porast spreda između desetogodišnjih obveznica američkog trezora i kamatne stope na federalna sredstva (eng. federal funds)

24 Restriktivni monetarni šok američke monetarne politike dovodi do povlačenja kapitala iz ZTN, pada njihovog BDP-a i depresijacije njihove valute. Do ovog zaključka su došli Banerjee et al. (2016), empirijskom proverom posledica šoka američke monetarne politike na uzorku ZTN-a.

za 120 baznih poena smanjuje priliv portfolio kapitala u ZTN za 1,7% njihovog BDP-a posle šest meseci (navedeno prema OECD, 2015, str. 30). Normalizacija monetarne politike u SAD-u može smanjiti nivo tolerancije rizika američkih investitora, uz mogućnost da se to nepovoljno odrazi na priliv kapitala u ZTN. Apresijacija američkog dolara od 1% povezana je sa smanjivanjem godišnje stope rasta kros-border (eng. *cross-border*) zajmova izvan SAD-a približno za 2 procentna poena (Shin, 2015, str. 3). Pooštavanje uslova dolarske likvidnosti moglo bi nepovoljno da se odrazi na raspoloživost međunarodnih dolarskih zajmova (He et al., 2015, str. 14).

U današnjem multipolarnom međunarodnom monetarnom sistemu ključnu ulogu imaju američki dolar i evro. Većina ZUT primenjuje neki od oblika kontrolisano fleksibilnog deviznog kursa (eng. *managed floating exchange rate*), dok RZ čije valute imaju status svetske rezervne valute imaju dominantan uticaj na svetske monetarne prilike. Ako se u RZ i u narednim godinama zadrže niske kamatne stope, može se očekivati da neki učesnici na finansijskom tržištu ovih zemalja povećaju sklonost ka rizičnijim ulaganjima i plasiraju kapital u ZUR i ZTN. Takav razvoj događaja mogao bi da zbuni nosioce ekonomske politike u ovim zemljama u njihovom nastojanju da odgonetnu da li je povećan priliv kapitala rezultat poboljšanja domaćih makroekonomskih prilika, ili samo prolazni efekat niskih prinosa u RZ (World Bank, 2013, str. 136). Kretanje deviznih kurseva može odigrati ulogu

korektiva međunarodnih tokova kapitala.

5. ZAKLJUČAK

Unutrašnje neravnoteže u evrozoni podstakle su članice da pokrenu strukturne reforme u cilju svođenja neravnoteža na prihvatljiv nivo. Uzimajući u obzir rebalansiranje privrednog rasta, investitori procenjuju da će rast evrozone u 2017. i 2018. godini biti manji nego u SAD-u. Na ovim procenama se zasnivaju tokovi kapitala iz evrozone u SAD. Divergentna monetarna politika u SAD-u i evrozoni dodatno bi mogla da oslabi evro. To bi se svakako odrazilo na transatlansku trgovinu. Evropski izvoznici finalnih proizvoda bili bi konkurentniji na američkom tržištu od proizvođača iz SAD-a, dok bi američke kompanije imale koristi od jeftinijih inputa iz evrozone za sopstvenu proizvodnju. Kompanije iz evrozone koje uvoze američke proizvode bile bi pogođene porastom troškova uvoza iskazanih u evrima.

Bilans robne razmene SAD-a i Japana karakteriše suficit na strani Japana, dok je suficit u razmeni usluga u korist SAD-a. Neravnoteža u kretanju kapitala obeležena je većim iznosom SDI japanskih investitora u SAD-u od iznosa američkih SDI u Japanu. Ova neravnoteža dolazi naročito do izražaja kad dolar apresira, jer se tada povećava odliv kapitala iz Japana u SAD. Reagovanje spoljnotrgovinskih tokova na varijacije vrednosti dolara je slabije od reakcija tržišta kapitala.

Valutnu strukturu spoljnog duga ZTN karakteriše naglašeno učešće dolara. Ova činjenica ukazuje na osetljivost ZTN na njegovu apresijaciju.

Valutna struktura deviznih rezervi povezana je sa valutnom strukturom spoljnog duga, tako da oprezne zemlje teže da ih usklade. U slučajevima kad su kompanije zadužene u jednoj valuti, a prihode ostvaruju u drugoj valuti, postoji rizik otežanog servisiranja ili čak nemogućnosti uredne službe stranog duga. Mada ovakva situacija nije retkost u ZTN-u, većina ovih zemalja se odlučuje na zaduživanje u dolarima zbog velike dubine i likvidnosti tržišta kapitala u SAD-u. Preduzeća koja se zadužuju u dolarima, a proizvode nerazmenljiva dobra, izložena su velikom valutnom riziku. U tim slučajevima se radi o naglašenoj valutnoj neusklađenosti.

Osim apresijacije dolara, moguće je da poraste volatilnost deviznog kursa ove valute. Do toga može doći ne samo zbog divergentnih trendova monetarne politike vodećih RZ, već i zbog neizvesnosti u pogledu njihovog privrednog razvoja, kao i mera politike koje će one preduzeti.

Nervoza deviznih tržišta ispoljila je svoj uticaj na kretanje deviznih kurseva odmah po saopštenju rezultata referenduma po kojima Velika Britanija napušta EU. Usledio je značajan pad vrednosti funte sterlinga prema dolaru. Istovremeno je i evro izgubio na vrednosti u odnosu na dolar, zbog procena da će ekonomski oporavak evrozone biti usporen usled izlaska Ujedinjenog Kraljevstva iz EU. Očekuje se da će smirivanje početnih tenzija umanjiti volatilnost deviznih kurseva, mada su mnogi tržišni učesnici pretrpeli ogromne gubitke. Jačanje dolara krajem 2016. godine važna je karakteristika deviznih kurseva u svetu.

Ako Fed nastavi sa normalizacijom monetarne politike, očekivani odliv kapitala iz ZTN u RZ mogao bi da se nepovoljno odrazi na njihov tekući račun i privredni rast.

LITERATURA

1. Adler, G. et al. (2015). *Unveiling the Effects of Foreign Exchange Intervention: A Panel Approach* (IMF Working Paper No. 130). Washington: International Monetary Fund.
2. Badia, M.M. and Segura-Ubiergo, A. (2014). *Real Exchange Rate Appreciation in Emerging Markets: Can Fiscal Policy Help?* (IMF Working Paper wp/14/1). Washington: International Monetary Fund.
3. Banerjee, R. (2016). *Self-oriented monetary policy, global financial markets and excess volatility of international capital flows* (BIS Working Papers No. 540). Basle: Bank for International Settlements.
4. Bayoumi, T. et al. (2015, November 5-6). *Direct and Spillover Effects of Unconventional Monetary and Exchange Rate Policies*. Paper presented at the 16th Jacques Polak Annual Research Conference. Retrieved from <http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2015/arc/pdf/Gagnon.pdf> Accessed 10.11.2015
5. Bayoumi, T. et al. (2015a). Official financial flows, capital mobility, and global imbalances. *Journal of International Money and Finance*, 52, 146-174.
6. Bayoumi, T., Gagnon, J. and Saborowski, Ch. (2014). *Official Financial Flows, Capital Mobility, and Global Imbalances* (IMF Working Paper wp/14/199). Washington: International Monetary Fund.
7. BIS (2014, December). *BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments*. Basle: Bank for International Settlements.
8. BIS (2016, September). *BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments*. Basle: Bank for International Settlements.
9. Blanchard, O., Adler, G. and Filho, I. de C. (2015). *Can Foreign Exchange Intervention Stem Exchange Rate Pressures from Global Capital Flow Shocks?* (IMF Working Paper wp/15/159). Washington: International Monetary Fund.
10. Bohn, H. and Tesar, L.L. (1996). US Equity Investment in Foreign Markets: Portfolio Rebalancing or Return Chasing. *American Economic Review* 86(2), 77-81.
11. Bruno, V. and Shin, H.S. (2015). *Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis* (BIS Working Papers No. 510). Basle: Bank for International Settlements.
12. Caporale, G.M. et al. (2015). *International Portfolio Flows and Exchange Rate Volatility for Emerging Markets* (DIW Discussion Papers No. 1519). Berlin: DIW.
13. Caruana, J. (2016, February 5). Credit, commodities and currencies. Retrieved from <http://www.bis.org/speeches/sp160205.pdf> Accessed 2.04.2016
14. Caton, E. and Solera, I. (2016). *Greenfield Foreign Direct Investment and Structural Reforms in Europe: What Factors Determine Investments?* (European Economy Discussion Paper 033). Luxembourg: Publications

Office of the European Union.

15. Chui, M., Kuruc, E. and Turner, Ph. (2016). *A new dimension to currency mismatches in the emerging markets: non-financial companies* (BIS Working Papers No. 550). Basle: Bank for International Settlements.

16. Dahlhaus, T. and Vasishtha, G. (2014). *The Impact of U.S. Monetary Policy Normalization on Capital Flows to Emerging-Market Economies* (Bank of Canada Staff Working Paper 2014-53). Ontario: Ottawa.

17. ECB (2015). *Economic Bulletin 2* (1). Frankfurt: European Central Bank.

18. ECB (2016). *September 2016 ECB staff macroeconomic projections for the euro area*. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections201609.en.pdf?9ff11c812f7b63170b535e291a0368f>. Accessed 27.11.2016

19. ECB (2016a, March 10). Mario Draghi: ECB press conference – introductory statement. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160310.en.html> Accessed 17.03.2016

20. ECB (2016b). *Economic Bulletin 7*. Frankfurt: European Central Bank.

21. Engel, C. and Hamilton, J. (1990). Long Swings in the Dollar: Are they in the Data and Do Markets Know it? *American Economic Review* 80(4), 689—713.

22. European Commission (2016). *European Economic Forecast: Winter 2016* (Institutional Paper 020). Brussels: European Commission.

23. European Commission (2016a). *European Economic Forecast: Autumn 2016* (Institutional Paper 038).

Brussels: European Commission.

24. Farmer, E.A.R. and Zabczyk, P. (2016). *The Theory of Unconventional Monetary Policy* (NBER Working Paper No. 22135). Cambridge: National Bureau of Economic Research.

25. Frenkel, J. (1986). Expectations and Commodity Price Dynamics: the Overshooting Model. *Journal of Agricultural Economics* 68(2): 344-348.

26. Gagnon, J.E. (2013). *The Elephant Hiding in the Room: Currency Intervention and Trade Imbalances* (Working Paper 13-2). Washington: Peterson Institute for International Economics.

27. Gertler, P. and Hofmann, B. (2016). *Monetary facts revisited* (BIS Working Papers No. 566). Basle: Bank for International Settlements.

28. Hahn, E. (2003). *Pass-through of external shocks to euro area inflation* (European Central Bank Working Paper Series No. 243). Frankfurt: European Central Bank.

29. He, D. et al. (2015). *Asynchronous Monetary Policies and International Dollar Credit* (HKIMR Working Paper No. 19). Hong Kong: Hong Kong Institute for Monetary Research.

30. IMF (2015). *World Economic Outlook: Adjusting to Lower Commodity Prices*. Washington: International Monetary Fund.

31. IMF (2015a). *2015 Spillover Report*. Washington: International Monetary Fund.

32. IMF (2015b). *Global Financial Stability Report: Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges – Risks Rotating to Emerging Markets*. Washington: International Monetary

Fund.

33. IMF (2016, April). *World Economic Outlook: Too Slow for Too Long*. Washington: International Monetary Fund.

34. Ito, K. and Wakasugi, R. (2015). Growth and Structural Change in Trade: Evidence from Japan. In B. Hoekman (Ed.), *The Global Trade Slowdown: A New Normal?* (pp. 207-219) [VoxEU.org eBook] Retrieved from http://voxeu.org/sites/default/files/file/Global%20Trade%20Slowdown_nocover.pdf

35. Jaumotte, F. et al. (2015). *Spillovers from Dollar Appreciation* (IMF Discussion paper). Washington: International Monetary Fund.

36. Kamil, H. (2012). *How do exchange rate regimes affect firms' incentives to hedge currency risk? Micro evidence from Latin America* (IMF Working Paper wp/12/69). Washington: International Monetary Fund.

37. Koepke, R. (2015). *What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature* (IIF Working Paper). Washington: Institute of International Finance.

38. Korniyenko, Y. and Loukoianova, E. (2015). *The Impact of Unconventional Monetary Policy Measures by the Systemic Four on Global Liquidity and Monetary Conditions* (IMF Working Paper wp/15/287). Washington: International Monetary Fund.

39. McCauley (2015). Capital flowed out of China through BIS reporting banks in Q1 2015. *BIS Quarterly Review* (September), pp. 17-34. Basle: Bank for International Settlements.

40. McCauley, R. N. and Shu, C. (2016). Dollars and renminbi flowed out of China. *BIS Quarterly Review* (March), pp. 26–27.

41. Obstfeld, M. (2015). *Trilemmas and tradeoffs: Living with financial globalisation* (BIS Working Papers 480). Basle: Bank for International Settlements.

42. OECD (2015). *OECD Economic Outlook*, issue 2. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.

43. OECD (2016). *OECD Economic Outlook*, Issue 2. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.

44. Ollivaud, P., Rusticelli, E. and Schweltnus, C. (2015). *The Changing Role of the Exchange Rate for Macroeconomic Adjustment* (OECD Working Papers No. 1190). Paris: OECD Publishing.

45. Ranciere, R. et al. (2010). Currency mismatch, systemic risk and growth in emerging Europe. *Economic Policy* 25(64), 597-658.

46. Sahay, R. et al. (2014). *Emerging Market Volatility: Lessons from the Taper Tantrum* (IMF Staff Discussion Note). Washington: International Monetary Fund.

47. Santacreu, A.M. (2015). *The Economic Fundamentals of Emerging Market Volatility* (Economic Synopses, No. 2). St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis.

48. Shin, H.S. (2015). Exchange rates and the transmission of global liquidity. Retrieved from <https://www.bis.org/speeches/sp151210.pdf> Accessed 25.04.2016

49. Sobrun, J. and Turner, Ph. (2015). *Bond markets and monetary*

policy dilemmas for the emerging markets (BIS Working Papers 508). Basle: Bank for International Settlements.

50. UN (2016). *World Economic Situation and Prospects 2016*. New York: United Nations.

51. World Bank (2013). *Global Development Horizons, Capital for the Future: Saving and Investment in an Interdependent World*. Washington: The World Bank.

52. World Bank Group (2016). *Global Economics Prospects: Spillovers amid Weak Growth*. Washington: The World Bank.

53. Zhang, Y. (2013). The Links between the Price of Oil and the Value of US Dollar. *International Journal of Energy Economics and Policy* 3(4), 341-335.

NEZAVISNE FISKALNE INSTITUCIJE: PREGLED ODABRANIH REŠENJA

INDEPENDENT FISCAL INSTITUTIONS: OVERVIEW OF THE SELECTED CASES

Marko PAUNOVIĆ

Fakultet za ekonomiju, finansije i administraciju, Beograd
Univerzitet Singidunum u Beogradu
marko.paunovic@gmail.com

Jelena MILJKOVIĆ

Fakultet za ekonomiju, finansije i administraciju, Beograd
Univerzitet Singidunum u Beogradu
jmiljkovic@fefu.edu.rs

Sažetak

Predmet ovog rada je analiza nadležnosti, položaja i rada nezavisnih fiskalnih institucija (fiskalnih saveta). Autori najpre daju opšti pregled baze podataka o nezavisnim fiskalnim institucijama koju održava Međunarodni monetarni fond, a zatim daju detaljan opis rada odabranih fiskalnih saveta u svetu. U radu su obrađene nezavisne fiskalne institucije iz Sjedinjenih Američkih Država, Austrije, Nemačke, Ujedinjenog Kraljevstva, Slovačke, Portugala, Španije, Švedske i Rumunije. Nakon toga se daje prikaz položaja i nadležnosti Fiskalnog saveta Republike Srbije, kao i poređenje odgovarajućih karakteristika sa svetskim standardima.

Ključne reči: nezavisne fiskalne institucije, fiskalni savet, upravljanje javnim finansijama.

Abstract

In this paper the authors provide an analysis of the authorities, position and operations of independent fiscal institutions (fiscal councils). The authors first provide an overview of the data base on independent fiscal institutions that is maintained by the International Monetary Fund, and then proceed to provide a detailed description of operations of selected fiscal councils. The paper covers independent fiscal institutions from United States, Austria, Germany, United Kingdom, Slovakia, Portugal, Spain, Sweden and Romania. The paper concludes by describing the position and jurisdictions of Serbian Fiscal Council, as well as comparison of its characteristics with global standards.

Key words: *independent fiscal institutions, fiscal council, public finance management.*

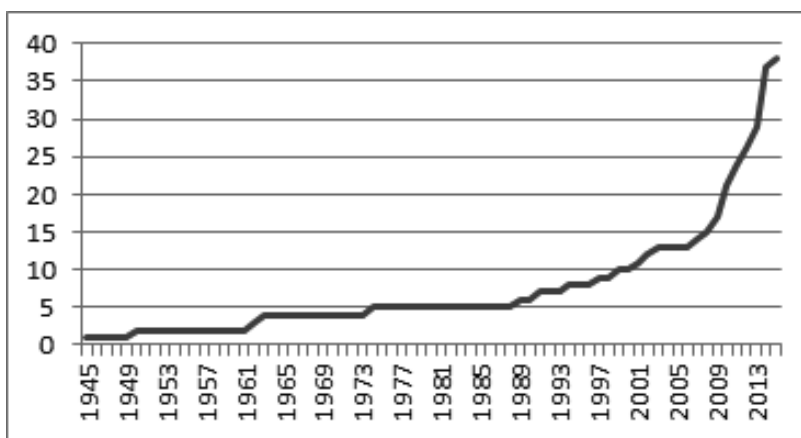
JEL Classification: E62

1. POJAM I OPŠTI PREGLED

Za potrebe ovog rada, nezavisna fiskalna institucija je definisana¹ kao „stalna agencija ili državni organ sa zakonskim ili podzakonskim mandatom da ocenjuje javno i nezavisno od partijskog uticaja vladinu fiskalnu politiku, planove i performanse i uticaj na makroekonomske ciljeve koji su vezani za dugoročnu održivost javnih finansija, kratkoročnu

(fiskalni saveti ili parlamentarna tela za kontrolu fiskalne politike) su veoma dobile na značaju prethodnih godina, a naročito u Evropi. Rastući broj nezavisnih fiskalnih institucija je jednim delom posledica rastuće želje vlasti u ovim zemljama da pokaže finansijskim tržištima da je fiskalna politika zasnovana na nepristrasnim i transparentnim makroekonomskim pretpostavkama (grafikon 1). Takođe,

Grafikon 1: Kretanje broja fiskalnih saveta u svetu



Izvor: IMF Fiscal Council Database

makroekonomsku stabilnost i druge zvanične ciljeve“. Dodatno, fiskalni savet takođe može da: 1) doprinese korišćenju nepristrasnih makroekonomskih i budžetskih pretpostavki u pripremi budžeta; 2) učestvuje i olakšava primenu fiskalnih pravila; 3) vrši procenu troškova novih javnih politika; i 4) identifikuje razumne opcije za fiskalnu politiku i formuliše preporuke.²

Nezavisne fiskalne institucije

¹ U skladu sa definicijom Međunarodnog monetarnog fonda koja je korišćena za pripremu Baze podataka o nezavisnim fiskalnim institucijama.

² Evropska unija koristi sličnu definiciju

teorijske osnove za uvođenje fiskalnih saveta postavljene su poslednjih nekoliko decenija, tako da postoji skoro potpuni stručni konsenzus da su ovakve institucije potrebne.³

Postojanje fiskalnih saveta van Evrope i severne Amerike je i dalje retko – svega nekoliko azijskih, južnoameričkih i afričkih zemalja ima takvo telo. Većina zemalja u Evropi ima fiskalni savet, ili se on upravo uspostavlja. Praktično sve

³ Za dobar pregled literature pogledati Debrun i Humar (2007)

zapadnoevropske zemlje imaju fiskalni savet, a praksa se proširila na jugoistok i baltičke zemlje.

Baza podataka Međunarodnog monetarnog fonda pokriva sve fiskalne savete u svetu koji su osnovani (usvojen dokument o osnivanju) do sredine 2013. godine.⁴ Baza je formirana na osnovu više izvora, poput nacionalnih zakonodavstava, sajtova fiskalnih saveta, dokumenata MMF-a, kao i na osnovu intervjua sa zaposlenima u MMF-u koji pokrivaju određene države.

Baza podataka pokriva osnovne informacije o fiskalnim savetima (ime i skraćeno ime, datum osnivanja), ali i osnovne karakteristike nadležnosti fiskalnih saveta, koje konkretne zadatke obavljaju, kojim instrumentima raspolažu sa ciljem uticanja na fiskalnu politiku, zatim informacije o ključnim institucionalnim karakteristikama (poput formalne garancije njihove nezavisnosti, kako i kome su odgovorni, raspolaganje ljudskim i finansijskim resursima). Baza obuhvata 39 fiskalnih saveta u 36 država (3 države – Nemačka, Slovenija i Belgija imaju po dve institucije koje zadovoljavaju prethodno navedene kriterijume). Na narednim stranicama ćemo prikazati glavne karakteristike fiskalnih saveta u svetu.

Velika većina fiskalnih saveta pokriva sektor opšte države. Izuzeci su fiskalni saveti u Australiji, Gruziji, Grčkoj, Japanu, Keniji, Meksiku i Sjedinjenim Američkim Državama, koji pokrivaju samo centralni nivo vlasti, kao i fiskalni savet u Portugalu, koji se osim opštom državom bavi i

državnim preduzećima, koncesijama i javno privatnim partnerstvima.

Svi fiskalni saveti u bazi bave se pozitivnom analizom (analizom stanja), a samo polovina se bavi i normativnom analizom (ocenom stanja i davanjem preporuka). Podaci pokazuju da većina fiskalnih saveta ima mandat da se bavi ex ante analizom. Nešto češće (69% nasuprot 43%) fiskalni saveti se bave ocnom projekcija izvršne vlasti, nego što daju nezavisne procene. Takođe, skoro 80% fiskalnih saveta ima u mandatu aktivnosti vezane za analizu i ocenu pitanja dugoročne održivosti, kao i ocenu fiskalnih performansi u odnosu na zadate fiskalne i strateške ciljeve i prioritete („optimalnost“). Najređe zastupljena aktivnost je obračun troškova mera i reformi koje imaju uticaj na javne finansije. Takođe, oko 65% fiskalnih saveta bavi se praćenjem sprovođenja i ispunjavanja numeričkih fiskalnih pravila. Preko 80% fiskalnih saveta bavi se i ex post analizom, odnosno analizom fiskalnih rezultata. Što se tiče nadležnosti u koordinaciji fiskalne politike, ona je relativno retko zastupljena, jer samo fiskalni saveti u Austriji, Belgiji i Nemačkoj imaju direktnu nadležnost za koordinaciju fiskalne politike. Oko 31% fiskalnih saveta ima u mandatu i aktivnosti koje nisu najdirektnije vezane samo za fiskalnu politiku, već se u nekoj meri mogu baviti i drugim pitanjima ekonomske politike.

Skoro svi fiskalni saveti izdaju javno dostupne izveštaje (izuzetak je čileanski fiskalni savet), a ocena MMF-ovih ekonomista je da oko 80% fiskalnih saveta koji izdaju javno dostupne izveštaje ostvaruje dobru medijsku pokrivenost. Podaci

⁴ Baza je javno dostupna na sledećem linku <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/Data/wp1458.zip>

pokazuju da se samo u 16% slučajeva projekcije fiskalnih saveta koriste u izradi budžeta, ali su od tih 16% samo u polovini slučajeva te projekcije obavezujuće za izvršnu vlast (Belgija, Holandija, Slovenija). U 19% slučajeva izvršna vlast ima obavezu da objasni sva odstupanja od projekcija fiskalnog saveta. U čak 42% slučajeva postoji obaveza formalnih konsultacija, ili obaveznog slušanja izlaganja fiskalnog saveta u Parlamentu. Samo u jednom slučaju (Španija) fiskalni savet može da blokira budžetski proces. Takvu mogućnost je vrlo kratko imao i mađarski fiskalni savet, ali je kasnijom izmenom zakona ta mogućnost ukinuta. Fiskalni saveti, uglavnom, objavljuju između 5 i 10 različitih vrsta (serija) publikacija godišnje. Neki fiskalni saveti objavljuju veliki broj publikacija ovog tipa, a prednjače američki (sa 1.135), južnokorejski (700) i meksički (472). Ukoliko isključimo ove tri države, prosečan broj publikacija je oko 15.

U 79%, odnosno 74%, slučajeva zakon (ili ustav) garantuju pravnu, odnosno operativnu nezavisnost fiskalnog saveta. U više od 50% slučajeva budžet fiskalnog saveta je zaštićen od izvršne vlasti⁵ kako bi se umanjila mogućnost uticaja na njegov rad. Takođe, u skoro 75% slučajeva fiskalni saveti imaju slobodu u izboru, zapošljavanju i plaćanju zaposlenih. Za 72% fiskalnih saveta ocenjeno je da zaposleni mogu adekvatno da odgovore na zahteve postavljene u mandatu. Skoro svi fiskalni saveti

5 Smatra se da je budžet fiskalnog saveta zaštićen ukoliko je: 1) odobren od strane centralne banke, 2) deo ukupnog budžeta zakonodavne vlasti (pa je zaštićen od odluka izvršne vlasti), 3) garantovan u budžetu kao aproprijacija u posebnoj budžetskoj liniji ili 4) postoji neka druga garancija koja se daje i sličnim nezavisnim institucijama.

(sa izuzetkom austrijskog) imaju zakonski garantovano pravo na pristup informacijama od značaja za njihov rad.

Prosečan broj zaposlenih je do 10, međutim nekoliko zemalja (upravo one koje publikuju stotine izveštaja godišnje) nisu dostavile podatke o broju zaposlenih. Prosečno trajanje mandata je 5,3 godine. Minimalno trajanje je 2 godine u Japanu i Južnoj Koreji, a maksimalno 9 godina u Belgiji i Rumuniji. Najčešće trajanje mandata je 5 godina. Uglavnom (80% slučajeva) postoji mogućnost ponovnog izbora, a u 20% slučajeva ne postoji mogućnost ponovnog izbora. U 50% slučajeva dozvoljen je izbor stranaca. Što se tiče profila članova fiskalnih saveta, dominiraju eksperti za javne politike (91%), profesori (74%) i državni službenici (79%), dok ima vrlo malo političara (jedina institucija u ovoj bazi koja nalaže angažovanje političara je nemački Savet za stabilnost). Članove saveta najčešće imenuje vlada (56%), parlament (44%), a i drugi organi (32%). Zbir nije jednak 100% jer u nekim zemljama neke članove imenuje jedan organ (na primer vlada), a druge imenuje neko drugi (na primer, centralna banka).

U nastavku rada dajemo pregled rešenja u Sjedinjenim Američkim Državama, Austriji, Nemačkoj, Ujedinjenom Kraljevstvu, Slovačkoj, Portugalu, Španiji, Švedskoj i Rumuniji. Ovi primeri su izabrani na osnovu relevantnosti iskustva za Srbiju, tradicije, a i kako bi se pokrio širi opseg zemalja. Zato prikazujemo rešenja u jednoj neevropskoj zemlji, šest „starih“ članica Evropske unije i dve „nove“ članice.

2. PREGLED POJEDINIH REŠENJA

2.1. Kancelarija za budžet Kongresa Sjedinjenih Američkih Država

Jedna od najpoznatijih i verovatno najbolje osposobljenih nezavisnih fiskalnih institucija u svetu je američka Kancelarija za budžet Kongresa (Congressional Budget Office, 2015). Kancelarija je osnovana 1975. godine, nakon sukoba zakonodavne vlasti (Kongresa) i izvršne vlasti (u to vreme, predsednika Niksona), prilikom donošenja Zakona o kontroli budžeta od strane Kongresa. Ovaj zakon je ojačao ustavnu ulogu Kongresa u budžetskom procesu, a takođe i uspostavio nove mogućnosti da Kongres, nezavisno od predsednika i ostatka izvršne vlasti, priprema, koordinira i sprovodi svoje budžetske prioritete. Zakon je uspostavio Komitete za budžet pri Predstavničkom domu i pri Senatu, a Kancelarija za budžet Kongresa je osnovana kako bi pružala ovim komitetima, ali i celom Kongresu, objektivne i nepristrasne informacije o budžetskim i ekonomskim pitanjima. U Kancelariji je stalno zaposleno 235 ljudi, a organizovana je u osam odeljenja (Congressional Budget Office, 2015):

- Odeljenje za budžetsku analizu, koje priprema projekcije osnovnog scenarija, kao i procenu troškova zakona koji dolaze u Kongres;

- Odeljenje za finansijsku analizu bavi se finansijskim obavezama federalne vlade, uključujući različite programe kreditiranja i osiguranja, kao i državnih preduzeća;

- Odeljenje za zdravlje, penzionisanje i dugoročne analize bavi

se analiziranjem federalnih programa i politika poput zdravstvenih programa (Mediker, Medikejd) i penzijskog sistema, ali i pripremom dugoročnih budžetskih projekcija;

- Odeljenje za makroekonomsku analizu priprema ekonomske projekcije na kojima se zasnivaju budžetske projekcije. Takođe se bavi analiziranjem makroekonomskih varijabli, poput zaposlenosti i aktivnosti stanovništva, produktivnosti, kao i uticajem budžetske politike na privredu;

- Odeljenje za mikroekonomske studije analizira različite bitne budžetske programe, poput programa vezanih za obrazovanje, borbu protiv siromaštva, ulaganje u infrastrukturu, energetiku, prirodne resurse i zaštitu životne sredine;

- Odeljenje za državnu bezbednost analizira pitanja vezana za budžet ministarstva odbrane i državne bezbednosti;

- Odeljenje za analizu poreza vrši projekciju budućih poreskih prihoda, kao i raspodelu poreskog tereta između različitih društvenih grupa. Takođe, analiziraju kako bi promena poreskih zakona uticala na privredu;

- Odeljenje za administrativne poslove.

Kancelarija objavljuje brojne izveštaje:

- projekcije budžetskog i ekonomskog osnovnog scenarija (baseline) objavljuju se više puta godišnje, a zasnivaju se na pretpostavci o nepromenjenoj politici. Projekcije se rade za desetogodišnji period. Sve desetogodišnje projekcije dostupne su na internet sajtu Kancelarije i u tabelarnom (Majrosoft eksel)

formatu. Javno je dostupno 45 tabela, počev od agregatnih (ukupni rashodi, prihodi, deficit, dug), pa do veoma detaljnih projekcija pojedinačnih prihodnih i rashodnih stavki;

- dugoročne budžetske projekcije bave se 25-ogodišnjim vremenskim periodom i fokus im je na efektima dugoročnih demografskih trendova, kao i rastućih rashoda za penzije i zdravstveno osiguranje. Osnovna pretpostavka je da neće doći do promene politike, ali u izveštaju se razmatraju i efekti nekih mogućih promena;

- Kancelarija godišnje pripremi između 500 i 700 procena troškova, vezanih za skoro sve zakone koje razmatra Kongres. Analize uglavnom obuhvataju period od narednih pet do deset godina, a često se zasnivaju na analizama i istraživanjima drugih državnih ili privatnih institucija. Na primer, procene vezane za poresku politiku obično se zasnivaju na procenama Zajedničkog komiteta za oporezivanje, koji je organ Kongresa;

- Kancelarija priprema i desetine analitičkih izveštaja svake godine koji se bave posebnim aspektima oporezivanja, ili nekim određenim programima na strani rashoda. Ovi izveštaji obično razmatraju i daju ocenu alternativa ali, kao i ostali izveštaji, ne daju konkretne preporuke. Takođe, neki izveštaji su manje ili više metodološki, odnosno objašnjavaju metodologiju drugih izveštaja;

- nakon što predsednik dostavi budžet Kongresu, Kancelarija radi svoju nezavisnu procenu budžeta koji je dostavio predsednik, na osnovu svojih ekonomskih projekcija i metoda;

- s vremena na vreme (uglavnom

na par godina), Kancelarija publikuje opširan izveštaj u kojem se razmatraju brojne opcije za smanjenje budžetskog deficita. Za svaku od opcija Kancelarija publikuje procenu efekata na budžet i razmatra troškove i koristi, ali ne daje preporuke. Na primer, poslednji izveštaj iz 2014. godine razmatra 79 opcija za smanjenje deficita, kako na strani prihoda, tako i na strani rashoda;

- Kancelarija, takođe, radi analize federalnih mandata. Ove analize (nekoliko desetina godišnje) bave se uticajem federalnih propisa i budžetskih odluka na niže nivoe vlasti (savezne države, lokalne samouprave, rezervate), kao i na privatni sektor;

- mesečni pregled budžeta predstavljaju dokument kroz koji Kancelarija objavljuje mesečne podatke o rashodima i prihodima u prethodnom mesecu, kao i kumulativno do tog meseca. Izveštaj se objavljuje petog radnog dana nakon kraja meseca. Uz podatke, Kancelarija daje i kratak narativni izveštaj o budžetskim kretanjima.

Kancelarija objavljuje i brojne radne papire u kojima daje tehničke opise zvaničnih analiza, ali radni papiri često predstavljaju i nezavisna istraživanja analitičara zaposlenih u Kancelariji.

2.2. Austrijski Fiskalni savet

Austrijski Fiskalni savet osnovan je još 1970. godine kao vladin Komitet za dug, ali je tek izmenama zakona iz 2013. godine uspostavljen u sadašnjem obliku (Savezni zakon o uspostavljanju Fiskalnog saveta, austrijski Službeni list 149/2013). Zakon je utvrdio sledeće nadležnosti:

- procena tekuće fiskalne situacije i

izgleda, u skladu sa ciljevima austrijske fiskalne politike i trendovima na tržištu novca i kapitala;

- analiza ekonomskih efekata finansijskih operacija vezanih za dug;
- analiza održivosti i kvaliteta budžetskih politika svih organa javne vlasti;

- davanje pisanih preporuka vezano za fiskalnu politiku svih organa javne vlasti;

- priprema godišnjeg izveštaja o preporukama upućenih Saveznom ministarstvu finansija, uključujući i rezultate studija i analiza, a koji Savezno ministarstvo finansija mora da prezentuje Saveznoj vladi;

- obavlja delatnosti vezano za član 3 Sporazuma o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u ekonomskoj i monetarnoj uniji, što obuhvata:

- pripremu preporuka o srednjoročnim budžetskim ciljevima u skladu sa EU uredbom 1466/97;

- pripremu preporuka o putanji prilagođavanja kako bi se postigao srednjoročni cilj;

- nadzor nad sprovođenjem pravila iz člana 5 EU regulacije 1466/97;

- nadzor nad sprovođenjem i dostavljanje preporuka koje aktiviraju, produžavaju ili obustavljaju korektivne mere iz člana 7 Saveznog zakona 1/30/2013;

- doprinosi uobličavanju javnog mnjenja vezano za poslove Fiskalnog saveta i organizuje informativne događaje.

Savet ima 15 članova, od kojih 12 imaju pravo glasa, a postavljaju ih sledeće institucije: 1) 6 članova postavlja Savezna vlada, 2) 3 člana postavlja Savezna privredna komora, uz saglasnost poljoprivredne komore,

3) 3 člana postavlja Komora sindikata i 4) po jednog člana (bez prava glasa) postavljaju Austrijsko udruženje lokalnih samouprava, Udruženje austrijskih gradova i Konferencija provincijskih guvernera

Predsednik saveta je jedan od članova koje je predložila vlada, a Privredna komora i Komora sindikata postavljaju po jednog potpredsednika saveta. Po zakonu, svi članovi Fiskalnog saveta moraju biti „ugledni eksperti u oblasti fiskalnih i budžetskih pitanja“. Takođe, nije im dozvoljeno da „traže ili primaju naloge i instrukcije od strane institucija koje su ih postavile, ili od bilo koje druge organizacije“. Takođe, članovi Fiskalnog saveta ne mogu biti lica koja su članovi nekog od izabranih tela na saveznom ili lokalnom nivou (vlade ili skupštine). Mandat traje 6 godina, a ukoliko se nekome mandat završi pre isteka tog roka, institucija ima pravo da imenuje zamenu, ali samo do isteka šestogodišnjeg perioda. Zakon predviđa da sednice Saveta moraju da se održavaju najmanje jednom u tri meseca, a predstavnici centralne banke i Parlamentarne kancelarije za budžet imaju pravo prisustvovanja svakoj sednici. U stručnoj službi Saveta rade dvoje viših ekonomista, dvojica ekonomista i jedan istraživač – asistent. Fiskalni savet objavljuje sledeće redovne izveštaje:

- Godišnji izveštaj, u kojem se razmatraju:

- ekonomska kretanja u protekloj godini;

- daje ocena usklađenosti fiskalnih ishoda sa EU pravilima;

- ocenjuje struktura i dinamika prihoda i rashoda, i poredi sa

očekivanjima;

- analiziraju ključni faktori dinamike prihoda i rashoda (na primer, u 2014. godini to su bili podrška bankama i rashodi za penzije i zdravstvo);

- daje ocena strukturnih fiskalnih kretanja;

- daje ocena fiskalnih kretanja na nižim nivoima vlasti;

- analizira se kretanje javnog duga;

- Izveštaj o usklađenosti sa EU fiskalnim pravilima, u kojem se analizira ispunjenost (za prethodnu godinu) i daje ocena verovatnoće usklađenosti EU pravila u narednim godinama;

- svake jeseni izrađuje se prognoza budžeta (na nivou opšte države), a objavljena je i metodologija na osnovu koje se radi prognoza;

- dva puta godišnje objavljuju se „Preporuke“, vezano kako za budžetsku politiku, tako i za unapređenje sistema upravljanja javnim finansijama;

- u proseku jednom godišnje Fiskalni savet objavljuje i različite druge studije. Na primer, objavljene su studije o uticaju novih pravila za izdavanje državnih garancija, analiza o ulaganju u infrastrukturu, kao i fiskalnim pravilima u Švajcarskoj.

2.3. Nemački Savet za stabilnost

Savet za stabilnost je uspostavljen Zakonom o Savetu za stabilnost 2009. godine (Gesetz zur Errichtung eines Stabilitätsrates und zur Vermeidung von Haushaltsnotlagen, avgust 2009). Za razliku od austrijskog (i sličnih) fiskalnih saveta, Savet za stabilnost, ustvari, predstavlja državno telo, sastavljeno od političara, čiji je osnovni cilj koordinacija javnih finansija

između savezne i pokrajinskih vlasti, ali obavlja i brojne funkcije koje su vezane za nadzor nad javnim finansijama, kao i praćenje ispunjavanja fiskalnih pravila koja su, između ostalog, uspostavljena i nemačkim ustavom. Savet obavlja poslove koji se mogu grupisati u pet osnovnih grupa:

- nadzor nad budžetskom politikom kako bi se izbegle vanredne budžetske situacije. Ova nadležnost je u skladu sa članom 109. Ustava Nemačke kojim je propisan redovan nadzor nad budžetima federacije i pokrajina;

- praćenje usklađenosti fiskalne politike sa pravilima Evropske unije, kao i usklađenosti sa zahtevima Zakona o Savetu za stabilnost i Zakona o budžetskim principima;

- praćenje ispunjavanja obaveza u oblasti fiskalne konsolidacije, što nalaže Zakon o pomoći u fiskalnoj konsolidaciji, po kojem pokrajine Berlin, Bremen, Sarlan, Zahen Anhalt i Šlezvig Holštajn dobijaju posebnu federalnu pomoć u tranzicionom periodu do 2019. godine;

- praćenje sprovođenja programa posebne pomoći pokrajinama iz bivše Istočne Nemačke, u skladu sa Zakonom o finansijskom izjednačavanju;

- koordinacija budžetskog i finansijskog planiranja, u skladu sa Zakonom o budžetskim principima.

Članove Saveta čine savezni ministri finansija i privrede, kao i ministri finansija svih pokrajina, što znači da ukupno ima 18 članova. Predsedavajući su ministar finansija i predsednik Konferencije pokrajinskih ministara finansija. Da bi se odluka donela, potrebno je da za nju glasaju oba predstavnika savezne države plus 11 (od 16) ministara finansija

pokrajina. Ukoliko se odluka odnosi na neku određenu pokrajinu, njen predstavnik nema pravo glasa. Ukoliko se odluka odnosi na federaciju, njeni predstavnici imaju pravo glasa, ali nemaju pravo veta i zahteva se 12 glasova da bi se odluka usvojila.

Savet, po zakonu, ima i Savetodavni odbor, koji čine nezavisni eksperti, a čija je uloga da pomognu Savetu u praćenju ispunjenosti cilja koji se odnosi na strukturni deficit. Predsednik Savetodavnog odbora prisustvuje svim sednicama Saveta za stabilnost. Članove Savetodavnog odbora (kojih ima 9) čine po jedan predstavnik centralne banke i nemačkog Saveta ekonomskih eksperata, jedan predstavnik naučnih instituta koji su uključeni u pripremu Zajedničke ekonomske prognoze, četiri eksperata koje bira Savet za stabilnost i dva eksperta koje predlažu udruženje lokalnih samouprava i fondovi socijalnog osiguranja.

Savetodavni odbor objavljuje jedan izveštaj godišnje pod nazivom „Izjava o usklađenosti sa gornjom granicom za strukturni državni deficit, u skladu sa Odeljkom 51 (2) Zakona o budžetskim principima“. U izveštaju (na oko 15 strana) analiziraju se budžetski ishodi u prethodnoj godini (kao i stanje duga i bilansa), daje ocena makroekonomskih prognoza vlasti, analiziraju procene output gega koje je dala vlast i daje nezavisna procena, daje ocena prognoza Saveznog ministarstva finansija o budžetskim kretanjima, kao i konačna ocena o adekvatnosti računice strukturnog deficita. Sam Savet za stabilnost objavljuje brojne izveštaje, od kojih mnogi (u skladu sa mandatom) nemaju veze sa fiskalnim

pravilima.

2.4. Britanska Kancelarija za budžetsku odgovornost

Kancelarija je osnovana 2010. godine, a zakonski osnov je uveden usvajanjem Zakona o budžetskoj odgovornosti i nacionalnoj reviziji 2011. godine (Budget Responsibility and National Audit Act, mart 2011). Kancelarija ima pet osnovnih nadležnosti:

- priprema petogodišnjih prognoza, kako makroekonomskih, tako i fiskalnih, dva puta godišnje. Prognoze se objavljuju zajedno sa Budžetskom izjavom Ministarstva finansija i obuhvataju i procenu efekata svih najavljenih poreskih i rashodnih mera;

- na osnovu prognoza fiskalne politike cene se aktivnosti Vlade u postizanju fiskalnih ciljeva, budući da je Vlada postavila dva srednjoročna cilja: 1) da se ciklično prilagođeni budžet izbalansira u roku od pet godina i 2) da neto dug javnog sektora počne da opada u periodu 2015 – 2016;

- analiziraju se procene Ministarstva finansija o efektima poreskih i rashodnih mera. Takođe, Kancelarija se javno izjašnjava o tome da li je Ministarstvo finansija adekvatno procenilo efekte novih politika;

- procenjuje se dugoročna održivost javnih finansija, kroz publikovanje Godišnjeg izveštaja o fiskalnoj održivosti u kojem se izrađuju dugoročne projekcije kretanja različitih kategorija prihoda i rashoda i procenjuje se njihov uticaj na kretanje javnog duga, kao i njegova dugoročna održivost;

- procenjuje se ispunjavanje posebnih ciljeva koje je Vlada postavila

za rashode na socijalne programe i objavljuju se informacije o trendovima u socijalnim rashodima.

Kancelarijom upravlja Komitet za budžetsku odgovornost, koji se sastoji od tri izvršna člana i dva neizvršna člana. Svo petoro trenutnih članova su iskusni ekonomisti koji iza sebe imaju karijeru u javnoj upravi, međunarodnim finansijskim institucijama ili akademskim institucijama. Kancelarija ima i Savetodavni panel ekonomskih i fiskalnih stručnjaka u kojem se nalaze predstavnici finansijskih institucija, poput Goldman Saksa, Prajs-Voterhaus-Kupersa, univerziteta i slično. U Kancelariji je zaposleno 19 osoba. Izveštaji se mogu svrstati u pet osnovnih grupa:

- dva puta godišnje objavljuje se dokument pod nazivom Ekonomski i fiskalni izgledi koji na oko 200 strana analizira sva najvažnija ekonomska i fiskalna kretanja, a daje se i ocena vladine fiskalne politike i postizanja ciljeva fiskalne politike koje je Vlada zadala;

- jednom godišnje izdaje se Izveštaj o fiskalnoj održivosti gde se uglavnom analiziraju dugoročni trendovi i njihov efekat na javni dug i uopšte poziciju javnog sektora. Izveštaj se posebno bavi faktorima poput starenja stanovništva, migracionih tokova, rashoda za zdravstvo i obrazovanje, kao i dugoročnih kamatnih stopa;

- jednom godišnje izdaje se i Izveštaj o proceni projekcija. Osnovna uloga ovog izveštaja je da se analiziraju prethodne projekcije Kancelarije u svetlu onoga što se zaista dogodilo i na taj način, u izvesnom smislu, Kancelarija ocenjuje svoj rad;

- Kancelarija svake godine

objavljuje i Izveštaj o trendovima u rashodima za socijalne programe (Welfare Trends Report) koji daje kako pregled domaćih trendova u potrošnji na različite programe socijalne zaštite, tako i međunarodna poređenja;

- pored ovih redovnih izveštaja, Kancelarija publikuje i brojne druge izveštaje i analize:

- kratke izveštaje o metodologijama koje Kancelarija koristi;

- izveštaje za diskusiju;

- radne dokumente svojih članova koji se bave različitim temama (na primer, bave se međunarodnim iskustvom o tome kako je kriza uticala na javne finansije drugih zemalja, kako proceniti vrednost nekretnina, kako meriti autput gep i slično);

- povremene analize koje se bave temama koje su „zadate“ Kancelariji od strane Parlamenta (procena škotskih prihoda od nafte, ocena efekata promene cene nafte na javne finansije).

2.5. Portugalski Fiskalni savet

Fiskalni savet u Portugalu uspostavljen je 2011. godine kao nezavisno telo, kroz izmene Zakona o budžetskom okviru (Budget Framework Law, 2011), a koje su usvojene kao reakcija na krizu javnog duga sa kojom se Portugal u tom trenutku suočavao. Osnovna misija Saveta je da daje nezavisne ocene o konzistentnosti javne politike, kao i njenim efektima na ispunjavanje ciljeva i postizanje održivosti, kao i na ojačavanje transparentnosti. Nadležnosti su:

- procena makroekonomskih scenarija koje je usvojila Vlada kao i konzistentnosti budžetskih projekcija u tim scenarijima;

- procena ispunjavanja uspostavljenih fiskalnih pravila;
- analiza dinamike javnog duga i procena njegove održivosti;
- analiza dinamike preuzetih obaveza, sa posebnim osvrtom na penzije i zdravstveni sistem, kao i na javno-privatna partnerstva i koncesije;
- procena finansijske situacije autonomnih regiona i lokalnih samouprava;
- procena ekonomske i finansijske situacije preduzeća u javnom vlasništvu;
- analiza poreskih rashoda;
- praćenje izvršenja budžeta;
- analiza ispunjenosti srednjoročnih ciljeva u kontekstu pravila Evropske unije.

Fiskalnim savetom upravlja Viši odbor („Senior Board“) koji se sastoji od 5 članova koje imenuje Vlada na zajednički predlog guvernera Centralne banke Portugala i predsednika Suda revizora. Mandat traje sedam godina. Fiskalni savet priprema sledeće izveštaje:

- Izveštaj o sprovođenju programa stabilizacije u kontekstu evropskog Pakta za stabilnost i rast;
- Izveštaj o višegodišnjem okviru za budžetsko programiranje. Ovaj dokument pokriva naredni četvorogodišnji period i na oko 30 strana daje osnovne makroekonomske i fiskalne projekcije i očekivanja;
- Izveštaj o državnom budžetu je godišnji izveštaj na oko 50 strana u kojem se detaljno analizira Vladin predlog budžeta, počev od makroekonomskih pretpostavki, pa preko ocena troškova novih državnih politika. Takođe se daje i ocena o usklađenosti predloženog budžeta sa

utvrđenim nacionalnim i EU fiskalnim pravilima;

- izveštaji o izvršenju budžeta su polugodišnji izveštaji u kojima se analizira dinamika prihoda i rashoda u toku godine;
- različite analize o održivosti javnih finansija i drugim pitanjima od značaja, poput ocene izvršenja budžeta.

2.6. Slovački Savet za budžetsku odgovornost

Savet je osnovan 2012. godine kao nezavisno telo koje treba da prati i procenjuje fiskalne performanse, da unapređuje informisanost javnosti u oblasti javnih finansija, kao i proces donošenja odluka u parlamentu. Posebno je zanimljivo da se, za razliku od ostalih sličnih institucija, Savet ne finansira iz državnog budžeta, već ga finansira Centralna banka. Savet se sastoji od tri člana koji se biraju na interesantan način. Predsednika Saveta bira Narodna skupština, na predlog Vlade, a potrebno je da za njega glasa tri petine poslanika. Jednog člana bira Vlada, na predlog predsednika Slovačke, a drugog takođe Vlada, na predlog guvernera Centralne banke. Fiskalni savet ima i međunarodni Savetodavni panel koji se sastoji od petoro svetskih stručnjaka u oblasti javnih i međunarodnih finansija. Savet, u skladu sa Ustavnim zakonom o fiskalnoj odgovornosti (Ustavni zakon, 2011), ima sledeće nadležnosti:

- svake godine priprema Izveštaj o dugoročnoj održivosti javnih finansija, sa posebnim osvrtom na trajektoriju javnog duga i na to u kojoj meri se troškovi današnjih politika prenose na buduće generacije. Izveštaj se posebno

bavi sledećim temama:

- penzijski sistem i troškovi zdravstvenog osiguranja koji, uglavnom, zavise od demografskih kretanja;

- troškovi najvećih rashodnih programa, kao i programa koji mogu dovesti do značajnog fiskalnog rizika (na primer, projekti javno-privatnog partnerstva),

- uslovne obaveze koje mogu, ali ne moraju, predstavljati trošak (poput međunarodnih arbitraža i sličnih mogućih troškova);

- analiza mogućih makroekonomskih šokova;

- parlamentu se predstavlja Izveštaj o usklađenosti sa pravilima fiskalne odgovornosti i fiskalne transparentnosti u kojem se daje ocena da li Vlada poštuje fiskalna pravila;

- vezano za javni dug, limit je postavljen u dugom roku na 50% BDP, a kratkoročno na 60% (smanjuje se za 1 procentni poen tokom 10 godina), a zakonom su uspostavljene i niže granice za uvođenje određenih sankcija;

- procenjuje i ispunjenost fiskalnih pravila na regionalnom i lokalnom nivou (koji imaju pravo na dug do 60% godišnjih prihoda);

- nadgleda i indikatore dugoročne održivosti;

- priprema analize, mišljenja i preporuke vezane za zakone u razmatranju, sa ciljem da se bolje oceni fiskalni efekat predloga, kako na tekući budžet, tako i na dugoročnu fiskalnu poziciju;

- prati ispunjenje mera vezano za EU pravila:

- procenjuje i objavljuje ocene aktivacije korektivnog mehanizma

u slučaju značajnog odstupanja od srednjoročnog budžetskog cilja, odnosno putanje ka tom cilju;

- procenjuje i objavljuje procenu ispunjenosti uslova za pokretanje i ukidanje odredbi koje dozvoljavaju suspenziju korektivnog mehanizma;

- obavlja i druge aktivnosti vezane za praćenje i ocenu kretanja javnih finansija.

2.7. Špansko Nezavisno telo za fiskalnu odgovornost

Nezavisno telo za fiskalnu odgovornost uspostavljeno je 2014. godine, nakon što je izmenjen Ustav (kojim su 2011. uvedena fiskalna pravila) i Organski zakon, usvojen 2013. godine, kojim su pravila operacionalizovana. Glavni cilj tog Telo je praćenje održivosti javnih finansija, kroz praćenje ispunjenosti principa budžetske stabilnosti koji je postavljen ustavom. Dakle, Telo prati rad svih nivoa vlasti u Španiji.

Za razliku od sličnih tela u drugim državama kojima najčešće upravlja kolektivno telo, špansko Nezavisno telo ima predsednika koji rukovodi organizacijom. Predsednika bira Vlada, na predlog Ministarstva finansija, ali njegovo imenovanje mora da odobri i posebna komisija španskog parlamenta. Predsednik je izabran na šestogodišnji mandat, bez mogućnosti reizbora. Zanimljivo je da zakon kojim se uspostavlja Nezavisno telo predviđa da će se to telo finansirati naplatom „naknade za nadzor, analizu, savetovanje i praćenje fiskalnih politika“ koju Telo naplaćuje državi, regionima, gradovima, državnim preduzećima i fondovima socijalnog osiguranja. Zakon detaljno propisuje

koje izveštaje Telo mora da usvaja:

- Izveštaj o makroekonomskim projekcijama na osnovu kojih svi nivoi vlasti treba da pripremaju svoje budžete;

- Izveštaj o metodologiji izračunavanja trenda prihoda i rashoda, kao i referentna stopa rasta, kojim se daju osnovni parametri potrebni za izračunavanje strukturnih vrednosti (poput strukturnog deficita);

- Izveštaj o nacrtu Programa stabilnosti, kojim Telo daje svoju ocenu Vladinog predloga;

- Izveštaj o analizi sprovođenja budžeta, nivou javnog duga i poštovanju pravila o visini duga, kojim Telo jednom godišnje daje ocenu o poštovanju ciljeva budžetske stabilnosti i javnog duga za sve javne uprave;

- Izveštaji o određivanju pojedinačnih ciljeva za autonomne regione, kojim se dozvoljeni deficit „alocira“ po nivoima vlasti;

- Izveštaj o ekonomsko-finansijskim planovima i planovima rebalansiranja koje su pripremile centralna vlast i vlasti autonomnih regiona;

- Izveštaj o projektima i glavnim aspektima budžeta svih javnih uprava;

- Izveštaj o primeni korektivnog mehanizma predviđenog Organskim zakonom o budžetskoj stabilnosti i finansijskoj održivosti, kojim se ocenjuje da li su primenjene mere (u slučaju kada su nužne) adekvatne;

- Izveštaj o nastanku izuzetnih okolnosti, kojim Telo ocenjuje da li su takve okolnosti nastale (što znači privremenu suspenziju fiskalnih pravila).

Nezavisno telo je podeljeno u četiri odeljenja, svako sa po desetak

zaposlenih: 1) predsednikov kabinet, 2) odeljenje za budžetske analize, 3) odeljenje za ekonomske analize i 4) odeljenje za pravne poslove. Telo ima i savetodavni odbor od 9 članova, od kojih su svi Španci, uglavnom profesori na španskim univerzitetima.

2.8. Švedski Savet za fiskalnu politiku

Savet je osnovan 2007. godine sa ciljem pružanja nezavisne ocene vladine fiskalne politike, odnosno procenjuje u kojoj meri se ispunjavaju ciljevi fiskalne i ekonomske politike koje predlaže Vlada, a usvaja Parlament. Ciljevi obuhvataju dugoročnu održivost javnih finansija, budžetski suficit, gornju granicu rasta rashoda, kao i konzistentnost fiskalne politike sa cikličnim kretanjima. Savet, takođe, procenjuje da li je fiskalna politika u skladu sa ciljem dugoročno održivog privrednog rasta i zaposlenosti, a ocenjuje i transparentnost i jasnost predloga budžeta. Savet može da se bavi i kvalitetom ekonomskih projekcija i modela na osnovu kojih je izrađen budžet, a jedan od ciljeva je i podsticanje javne rasprave na temu budžetske i ekonomske politike.

Glavni izveštaj, pod nazivom Švedska fiskalna politika (Fiscal Policy Council Report, 2015) objavljuje se jednom godišnje, najkasnije do sredine maja. Savet čini 6 članova, a pomaže im Sekretarijat sa 6 zaposlenih. Savet je agencija, formalno pod kontrolom Vlade, koja imenuje sve članove. Mandat članova Saveta traje tri godine, a predsednik Saveta može da obavlja najviše dva trogodišnja mandata. Savet treba da se sastoji i od članova „sa vrhunskim naučnim

znanjem o ekonomiji“ i od članova „sa praktičnim iskustvom u ekonomskoj politici“. Zanimljivo je da članovi uopšte ne moraju da budu Šveđani, pa je tako jedan od članova Norvežanka. Pored godišnjeg, glavnog izveštaja, Savet je objavio i brojne stručne članke koji se bave kako praktičnim problemima švedskih javnih finansija, tako i analizom globalnih kretanja i iskustava.

2.9. Rumunski Fiskalni savet

Fiskalni savet je uspostavljen Zakonom o fiskalnoj odgovornosti koji je donet 2010. godine (Fiscal Responsibility Law, 2010). Savet je nezavisno telo koje čini pet članova sa ciljem pružanja podrške Vladi i Parlamentu u procesu planiranja i sprovođenja fiskalne politike, kako bi se obezbedilo da je kvalitet makroekonomskih i budžetskih pretpostavki koje se koriste u izradi budžeta odgovarajući. Zakonom su definisani sledeći zadaci Saveta:

- analiza i objavljivanje mišljenja i preporuka o zvaničnim makroekonomskim i budžetskim projekcijama;
- praćenje sprovođenja fiskalnih pravila, uključujući i onih vezano za korektivni mehanizam i vanredne situacije;
- analiza i objavljivanje mišljenja na fiskalnu strategiju i procena njene usklađenosti sa principima i pravilima utvrđenih Zakonom o fiskalnoj odgovornosti;
- procena sprovođenja budžeta u poređenju sa fiskalnim ciljevima i planovima, kroz:
 - analiziranje kvartalnih izveštaja o sprovođenju budžeta koje priprema

Vlada i predlaganje mera ukoliko sprovođenje bitno odstupa od planova,

- analiza polugodišnjeg izveštaja Vlade o ekonomskoj i budžetskoj situaciji;

- analiza godišnjeg izveštaja Vlade;
- analiza i davanje mišljenja i preporuka na Predizborni izveštaj o ekonomskoj situaciji i fiskalnim izgledima, koji priprema vlada;

- analiza i davanje mišljenja i preporuka na Nacrt budžeta pre usvajanja od strane Vlade, kao i na sve druge predloge zakona koji mogu imati značajan uticaj na postizanje fiskalnih ciljeva.

Mandat članovima Fiskalnog saveta traje čak devet godina, ali ne mogu biti reizabrani. Članove bira Parlament, na predlog pet institucija: Rumunske akademije, Nacionalne banke Rumunije, Bukureštanskog univerziteta za ekonomske studije, Rumunskog bankarskog instituta i Rumunskog udruženja banaka. Ukoliko Parlament ne izglasa osobu koja je predložena, institucija predlaže drugog kandidata. Zakon u velikoj meri insistira na nepolitičnosti članova, tako da za članove ne mogu biti birane osobe koje su:

- u periodu od četiri godine pre izbora „imali poziciju u Vladi, ili sličnu funkciju“ ili „bili član Rumunskog parlamenta, Evropskog parlamenta, ili bili visokopozicionirani član političke partije“;

- ukoliko blizak rođak (supružnik, otac, dete, brat ili sestra, ili bilo koji rođak do drugog kolena) ima poziciju u Vladi, ili je član Parlamenta, ili drži visoku poziciju u nekoj političkoj partiji;

- takođe, članovima je zabranjeno

da tokom mandata prihvate poziciju u vlasti, da postanu državni službenik ili da prihvate mesto u upravnom odboru državnog preduzeća. Poseban zahtev je da „nema bliskog rođaka koji ima poziciju u vlasti ili je član Parlamenta ili visokopozicionirani član političke partije“. Kako se očekuje da član Saveta spreči, na primer, brata da prihvati neku poziciju, nije objašnjeno. Verovatno se očekuje podnošenje ostavke.

2.10. EU pravila za nezavisna fiskalna tela

Evropski parlament i Evropski savet su maju 2013. godine usvojili Uredbu broj 473/2013 kao deo takozvanog “Dvojnog paketa”, čiji je cilj bio unapređenje fiskalnog upravljanja za članice evrozona.

Jedan od zadataka Uredbe je i da se preciznije definiše pojam i uloga “nezavisnih tela”. Pod nezavisnim telima smatraju se tela koja su “strukturno nezavisna, ili tela koja su funkcionalno autonomna u pogledu tela koja se bave budžetskim pitanjima i koja, u skladu sa nacionalnim zakonima, imaju visok nivo autonomije i odgovornosti”, uključujući i:

a) osnovana su nacionalnim zakonom ili drugim, na zakonu zasnovanim, propisom;

b) ne primaju instrukcije ili naredbe od institucija koje su zadužene za pripremu budžeta, ili od bilo kojeg drugog javnog ili privatnog tela;

c) imaju kapacitet da komuniciraju sa javnošću;

d) izbor članova vrši se u zavisnosti od njihovog iskustva i kompetentnosti;

e) imaju dovoljno resursa i omogućen im je odgovarajući pristup

informacijama, kako bi mogli da sprovedu svoja ovlašćenja.

Uredba predviđa i da se svi nacionalni fiskalni planovi i predlozi budžeta moraju zasnivati na nezavisnim makroekonomskim projekcijama (dakle, projekcijama koje su izradila, ili ocenila nezavisna tela), kao i da u pratećim dokumentima mora pisati na osnovu kojih projekcija su izrađena i kakav je stav zauzelo nezavisno telo.

Imajući u vidu da mnoge države članice EU, pored evropskih fiskalnih pravila imaju i nacionalna pravila, bilo je potrebno definisati odnos tih pravila i nadležnosti nezavisnih institucija. Uredba predviđa da nezavisne institucije treba da budu, *de facto*, nadležne za oba, što može da dovede do problema u praksi, imajući u vidu da je i EU nadležna za praćenje evropskih pravila.

Sve više se mogu čuti kritike postojećeg sistema, naročito od strane Fiskalnih saveta. Na primer, Mreža nezavisnih fiskalnih institucija Evropske unije je krajem 2015. godine objavila dokument (EU Independent Fiscal Institutions, 2015) u kojem se, između ostalog, kaže: “Naš zaključak je da je pojednostavljenje fiskalnih pravila neophodno, jer je trenutni sistem postao isuviše kompleksan što umanjuje njegovu transparentnost i mogućnost komuniciranja i, na kraju krajeva, ugrožava njegovu efektivnost i kredibilitet. Poslednje reforme sistema fiskalnog upravljanja u EU rezultirale su u, možda, prevelikom broju fiskalnih pravila, kako na nivou EU, tako i na nacionalnom nivou. Konzistentnost različitih pravila nije u potpunosti garantovana. Pravila postaju sve sofisticiranija: nekada

zasnovana na previše kompleksnim metodologijama (koje javnost ne može da razume) ili čak zahtevajući različita uputstva, mišljenja, čak i hodograme za donosiocce odluka. Promene ovih metodologija i sekundarnog zakonodavstva suviše su česta (a ponekad ih je teško razumeti, što dovodi u sumnju stvarni motiv za promene). Transparentnost ovih metodologija i razloga za promenu procedura je veoma ograničena.“

3. FISKALNI SAVET REPUBLIKE SRBIJE

Fiskalni savet Republike Srbije osnovan je usvajanjem izmena i dopuna Zakona o budžetskom sistemu 2011. godine, ali je počeo sa radom tek izborom članova 2012. godine. Fiskalni savet osnovan je kao nezavisan državni organ, koji je za obavljanje poslova iz svoje nadležnosti odgovoran Narodnoj skupštini. Zakon predviđa da se Fiskalni savet sastoji od tri člana koje bira Narodna skupština, na predlog predsednika Republike (predlaže predsednika Fiskalnog saveta), ministra finansija (predlaže jednog člana) i guvernera Narodne banke Srbije (predlaže jednog člana).

Takođe, Zakon predviđa da član Fiskalnog saveta mora da bude državljanin Republike Srbije, ne sme da vrši drugu javnu funkciju i mora da ima odgovarajuću magistarsku, master ili doktorsku diplomu iz oblasti ekonomskih nauka, objavljene naučne radove iz oblasti makroekonomije, fiskalne politike, javnih finansija, računovodstva ili neke druge srodne naučne oblasti i najmanje pet godina radnog iskustva. Članovima Fiskalnog saveta je zakonom zabranjeno da

obavljaju druga zaduženja ili plaćene dužnosti, osim naučnog, obrazovnog, umetničkog, književno-savetodavnog, uredničkog ili nekog drugog intelektualnog rada. Takođe im je zabranjeno da budu članovi političke stranke i da se u svom radu vode političkim uverenjima.

Članovi se biraju na period od šest godina, a mogu da budu razrešeni isključivo ako se ispostavi da nisu sposobni da vrše funkciju zbog mentalne ili fizičke nesposobnosti, ili ako ne postupaju u skladu sa Ustavom i zakonom. Članovi Fiskalnog saveta imaju pravo na osnovnu platu u visini od 90 procenata od osnovne plate predsednika Fiskalnog saveta.

Zakon predviđa sledeće nadležnosti Fiskalnog saveta:

1) provera makroekonomskih i fiskalnih pretpostavki korišćenih za izradu Fiskalne strategije;

2) davanje nezavisne ocene mera ekonomske politike Vlada u cilju ostvarivanja kvantitativnih fiskalnih ciljeva;

3) procena osnovnih fiskalnih rizika i verovatnoće da će Vlada ispuniti svoje fiskalne ciljeve;

4) procena u kojoj meri je Vlada u prošlosti poštovala fiskalna pravila;

5) procena ima li osnova za aktiviranje bilo koje od odredbi za izuzetne okolnosti i kolika je verovatnoća da će Vladin plan prilagođavanja omogućiti povratak na poštovanje fiskalnih pravila;

6) provera adekvatnosti ekonomskih klasifikacija.

Što se konkretnih zadataka tiče, Zakon predviđa sledeće:

1) Fiskalni savet priprema mišljenje na nacrt Fiskalne strategije;

2) Fiskalni savet priprema i dostavlja Narodnoj skupštini analizu o Fiskalnoj strategiji i predlogu budžeta Republike Srbije;

3) Fiskalni savet priprema analizu Predloga zakona o završnom računu budžeta Republike Srbije i konsolidovanog bilansa opšteg nivoa države;

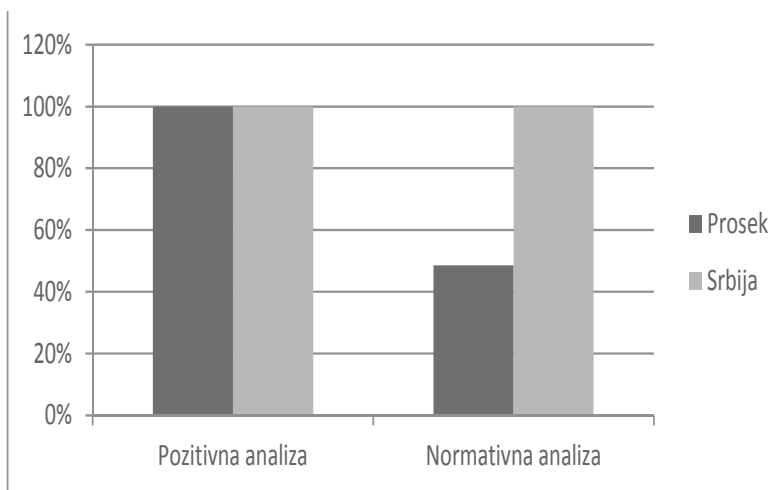
4) Fiskalni savet priprema procene o fiskalnim uticajima predloga drugih zakona, kao i amandmana koji su podneti u toku skupštinske rasprave.

Takođe, Fiskalni savet može u bilo kom trenutku, na svoju inicijativu

i ocenjivanjem poteza vlasti i fiskalne politike. S druge strane, tek nešto manje od polovine Fiskalnih saveta u svetu ima takav mandat, po podacima baze podataka MMF-a. Mandat više od polovine nezavisnih fiskalnih institucija je isključivo da se bave pozitivnom analizom, odnosno ne daju nikakve preporuke (grafikon 2).

Takođe, što se mandata tiče, Fiskalni savet Republike Srbije u svom mandatu ima sve osnovne nadležnosti koje bi trebalo da ima. Takođe ima i neke nadležnosti koje nezavisne fiskalne institucije u svetu

Grafikon 2: Fiskalni saveti – pozitivna i normativna analiza



Izvor: IMF Fiscal Council Database

ili na zahtev, dati savet Vladi o pitanjima koja se odnose na fiskalnu politiku i upravljanje javnim finansijama. Sve analize, izveštaji, preporuke i saveti koje pripremi Fiskalni savet javno su dostupni putem internet stranice Fiskalnog saveta.

Dakle, Fiskalni savet Republike Srbije sprovodi kako pozitivnu, tako i normativnu analizu, odnosno bavi se

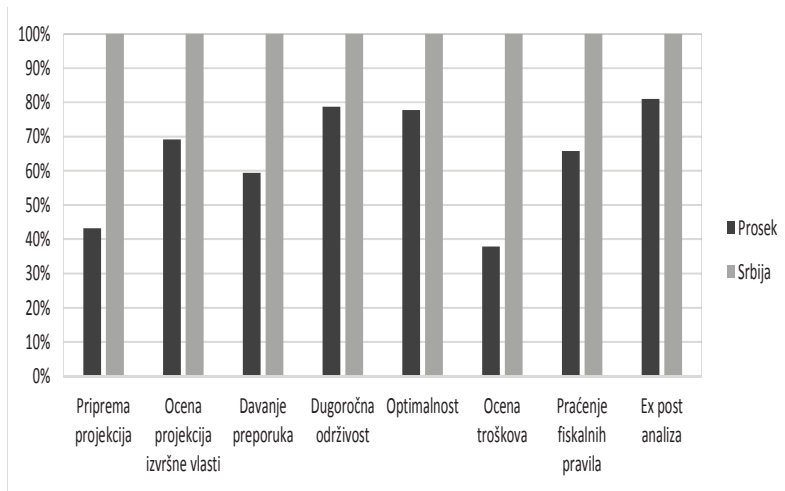
imaju u relativno malom broju (poput pripreme projekcija i ocene troškova nekih Vladinih politika). Doduše, u Srbiji Fiskalni savet nema obavezu ocene troškova, već samo mogućnost da ih sprovodi (grafikon 3).

Kada govorimo o instrumentima, Fiskalni savet ne raspolaže sa mnogo instrumenata (praktično jedino postoji obaveza Vlade da obavi formalne

konsultacije sa Fiskalnim savetom), ali je slična situacija i u ostatku sveta.

tiče, Fiskalni savet Republike Srbije je zakonom uglavnom dobro zaštićen,

Grafikon 3: Fiskalni saveti – nadležnosti



Izvor: IMF Fiscal Council Database

Naime, još uvek su retke zemlje gde se: a) makro projekcije Fiskalnog saveta moraju prihvatiti pri pripremi budžeta, ili b) fiskalne projekcije su obavezne, ili c) postoji obaveza vlasti da ukoliko ne prihvate projekciju Saveta moraju detaljno da obrazlože zašto, ili d) Fiskalni savet može u potpunosti da blokira budžetski proces ukoliko nije njime zadovoljan (grafikon 4).

Zakon predviđa da Fiskalni savet ima stručnu službu sa specijalnim savetnicima i prateću službu. Takođe, Fiskalni savet može angažovati spoljne stručnjake radi obavljanja određenih poslova iz svoje nadležnosti. Lica koja rade u službi Fiskalnog saveta imaju status državnog službenika na izvršilačkom radnom mestu ili nameštenika. Sredstva za rad Fiskalnog saveta i njegovih stručnih službi obezbeđuju se u budžetu Republike Srbije. Što se nezavisnosti

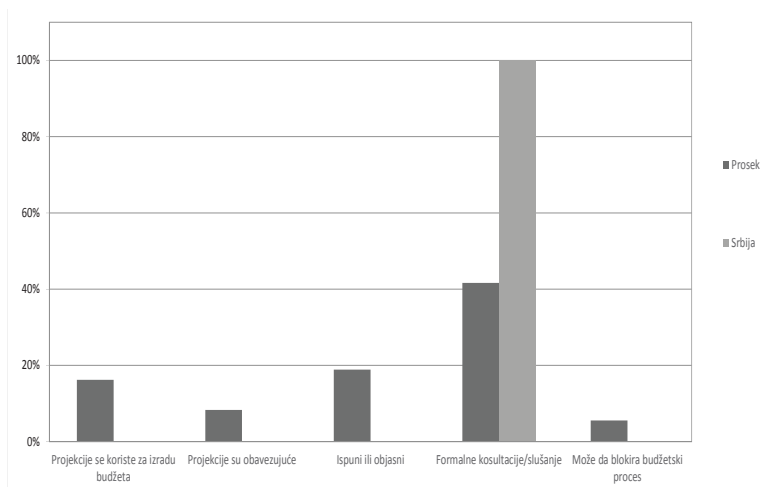
ali je uočljivo to da budžet Fiskalnog saveta nije zagarantovan, što znači da izvršna vlast može da kroz proces odbravanja resursa Fiskalnom savetu na njega utiče (grafikon 5).

Kao što je već spomenuto, Fiskalni savet, takođe, ima svoju ulogu u praćenju poštovanja fiskalnih pravila. Naime, Zakon o budžetskom sistemu, pored pravila o javnom dugu, sadrži i pravilo o deficitu, koje je dato sledećom formulom:

$$d_t = d_{t-1} - a(d_{t-1} - d^*) - b(g_t - g^*)$$

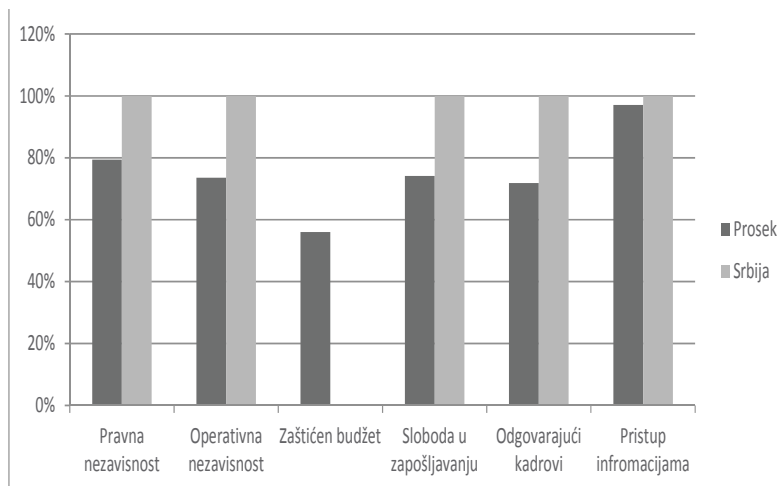
gde su sa d_t i d_{t-1} označeni deficiti u godinama t i $t-1$, d^* je ciljni fiskalni deficit koji je određen na nivou od 1% BDP-a, g_t je realna stopa rasta BDP u godini t , a g^* je potencijalna srednjoročna realna stopa rasta BDP-a. Zakon predviđa da, počev od 2015. godine, vrednost koeficijena a i b , kao i potencijalnu stopu rasta BDP-a

Grafikon 4: Fiskalni saveti – instrumenti



Izvor: IMF Fiscal Council Database

Grafikon 5: Fiskalni saveti - parametri nezavisnosti



Izvor: IMF Fiscal Council Database

određuje Fiskalni savet.

Što se pravila o dugu tiče, dug opšteg nivoa države obuhvata direktni dug opšteg nivoa države i izdate garancije opšteg nivoa države (indirektni dug), prema domaćim i stranim poveriocima. Pravilo kaže da,

ukoliko dug opšteg nivoa države, bez duga po osnovu restitucije, pređe 45% BDP-a, Vlada je dužna da Narodnoj skupštini, zajedno sa budžetom za narednu godinu, podnese i program za smanjenje duga u odnosu na BDP. Fiskalni savet podnosi Narodnoj

skupštini obrazloženo mišljenje o Vladinom programu za smanjenja duga, a predstavnik Fiskalnog saveta obrazlaže mišljenje u Narodnoj skupštini.

Fiskalni savet je od svog osnivanja uspeo relativno brzo da izgradi solidnu reputaciju, čiji se stavovi uzimaju za ozbiljno i za čijim radom postoji interes novinara i šire javnosti. Iako je Fiskalni savet postavljen tako da može da se bavi i normativnom analizom, a ne samo pozitivnom analizom, poput nekih Fiskalnih saveta u EU, ipak se stiče utisak da to nije narušilo njihov kredibilitet.

Fiskalni savet objavljuje četiri vrste dokumenata: 1) ocene, 2) istraživačke radove, 3) analize, stavove i predloge i 4) mesečne izveštaje.

Što se ocena tiče, radi se uglavnom o zakonskoj obavezi izrade ocene dokumenata poput predloga budžeta i fiskalne strategije, ali je Fiskalni savet izradio i nekoliko ocena drugih predloga zakona, poput Zakona o izmenama i dopunama Zakona o finansiranju lokalne samouprave (2011. godine), Zakon o izmenama i dopunama Zakona o policiji (2011. godine), Zakon o izmenama i dopunama Zakona o porezu na dobit (2012. godine), zatim su dali i sumarnu ocenu seta izmena poreskih zakona 2013. godine, kao i ocenu Predloga zakona o izmenama Zakona o radu i Zakona o penzijskom i invalidskom osiguranju 2014. godine. Ocene su ponekada bile pozitivne, a ponekada negativne, dakle Fiskalni savet nije isključivo kritikovao, odnosno isključivo podržavao Vladu. Takođe, stiče se utisak da su teme dobro izabrane, u smislu da se zaista radilo

o izmenama politika koje su mogle da imaju značajan fiskalni efekat, bilo pozitivan, bilo negativan.

Što se analiza, stavova i predloga tiče, tu se Fiskalni savet u suštini bavi davanjem svojih predloga (za razliku od ocena koje, uglavnom, predstavljaju reakciju na aktivnosti Vlade). Ovde se Fiskalni savet bavio analizom stanja u državnim preduzećima, a davali su i predloge kako unaprediti sistem upravljanja javnim finansijama i kako unaprediti ceo sistem upravljanja javnim investicijama.

Kao što je već rečeno, Fiskalni savet publikuje i mesečne izveštaje o kretanju javnih finansija. Sa ovom praksom su započeli od analize podataka za avgust 2014. godine. Radi se o izveštaju od 10-15 strana u kojem su rezimirana fiskalna kretanja, kako na prihodnoj, tako i na rashodnoj strani. Budući da su narativni mesečni izveštaji Ministarstva finansija prilično šturi, smatramo da je praksa objavljivanja mesečnih izveštaja od strane Fiskalnog saveta veoma korisna za širu stručnu, ali i za širu javnost.

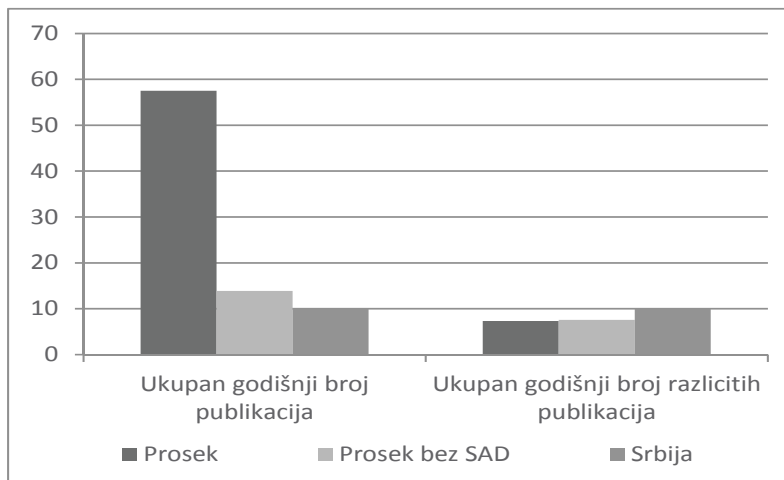
Poslednji tip izveštaja koje Fiskalni savet objavljuje su istraživački radovi članova Fiskalnog saveta i zaposlenih. Radovi se uglavnom bave pitanjima poreske politike i politike penzija, ali, između ostalog, mogu se naći i radovi koji se bave demografskim projekcijama, kao i pregledom međunarodnih rešenja vezano za pitanje bankrota lokalnih samouprava.

Broj publikacija je potpuno u skladu sa ostalim sličnim institucijama (ukoliko se iz proseka isključi američka Kancelarija za budžet Kongresa koja godišnje objavljuje više od 1.100 publikacija) (grafikon 6).

Sve u svemu, Fiskalni savet Republike Srbije ne odstupa od svetskih standarda, kako u pogledu svog rada, tako i u pogledu zakonskih osnova. Jedino gde je očigledno moguće unaprediti nezavisnost (pa

strane, Zakon o budžetskom sistemu, kojim je Fiskalni savet i osnovan, cilj delovanja Fiskalnog saveta postavlja mnogo uže, kao „unapređenje kulture fiskalne odgovornosti u Republici Srbiji, i to nezavisnom analizom

Grafikon 6: Fiskalni saveti - publikacije



Izvor: IMF Fiscal Council Database

time, verovatno, i njegovu objektivnost i kvalitet rada) ovog tela je putem garantovanja budžetskih resursa.

Što se tiče delotvornosti rada Fiskalnog saveta Republike Srbije, empirijsku ocenu je veoma teško dati, budući da se radi o instituciji koja je osnovana relativno skoro, a takođe nije očigledno ni kako bi se delotvornost analizirala, odnosno šta bi se smatralo ciljem delovanja Fiskalnog saveta u odnosu na koji bi se posmatrala delotvornost rada. Ukoliko bi se kao kriterijum delotvornosti smatrala visina javnog duga, ili fiskalnog deficita, jasno je da bi ocena bila negativna, jer su i javni dug i fiskalni deficit u Srbiji nastavili da rastu u godinama nakon osnivanja Fiskalnog saveta. Sa druge

fiskalne politike i podsticanjem stručnih rasprava o fiskalnoj politici”. Ukoliko bismo delotvornost analizirali u odnosu na ovaj cilj, onda bi ocena rada svakako bila pozitivna. Pitanja fiskalne odgovornosti i održivosti javnih finansija su u poslednjih nekoliko godina, sasvim opravdano, postala dominantna pitanja ekonomske politike u Srbiji. Zasluga za to, značajnim delom, pripada i Fiskalnom savetu.

LITERATURA

1. Austrijski Savezni zakon o uspostavljanju Fiskalnog saveta. *Službeni list* 149/2013
2. Congressional Budget Office

(2015). An Introduction to CBO
(2015).

3. Congressional Budget Office
(2014). CBO Organization and staffing

4. Debrun X, Kinda T.(2014).
IMF Working Paper: Strengthening
Post-Crisis Fiscal Credibility: Fiscal
Councils on the Rise-A New Dataset

5. Debrun X, Kumar M (2007).
IMF Working Paper: The Discipline-
Enhancing Role of Fiscal Institutions:
Theory and Empirical Evidence

6. EU Regulation, number 473/2013

7. EU Commission (2014).
Report on Public Finance in EMU
2014, Chapter 5 Independent Fiscal
Institutions Across the EU

8. German Gesetz zur Errichtung
eines Stabilitätsrates und zur
Vermeidung von Haushaltsnotlagen
(2009)

9. Network of EU Independent
Fiscal Institutions (2015). Position
Paper

10. Portugal Budget Framework
Law (2011)

11. Romanian Fiscal Responsibility
Law (2010)

12. Slovački Ustavni zakon (2011)

13. Swedish Fiscal Council (2015).
Swedish Fiscal Policy, Fiscal Policy
Council Report

14. United Kingdom Budget
Responsibility and National Audit Act
(2011)

15. Zakon o budžetskom sistemu
("Sl. glasnik RS", br. 54/2009, 73/2010,
101/2010, 101/2011, 93/2012, 62/2013,
63/2013 - ispr., 108/2013, 142/2014,
68/2015 - dr. zakon i 103/2015)

POLITIKA DIVIDENDI AKCIONARSKIH PREDUZEĆA U SRBIJI

DIVIDEND POLICY OF JOINT STOCK COMPANIES IN SERBIA

Vladimir ZAKIĆ
Institut za agroekonomiju
Poljoprivredni fakultet
Univerzitet u Beogradu
zakic@agrif.bg.ac.rs

Sažetak

Predmet istraživanja u ovom radu je analiza politike dividendi relevantnih akcionarskih preduzeća u Srbiji, posmatrano sa aspekta likvidnosti njihovih akcija na Beogradskoj berzi. Nesporno je da usled ekonomske krize i nerazvijenog akcionarstva u Srbiji većina akcionarskih preduzeća ne isplaćuje dividende. Cilj ovog rada jeste da se utvrdi kakvu politiku dividendi vode ova akcionarska preduzeća i da pruži određene smernice za formulisanje efektivne politike dividendi. Da bi se došlo do relevantnih podataka, u radu se pošlo od potencijalno najuspešnijih preduzeća svrstanih u BELEX15 indeks Beogradske berze, koji prati kretanje cena najlikvidnijih akcija. Rezultati istraživanja ukazuju na to da se u grupi od dvanaest razmatranih preduzeća mogu izdvojiti ona koja vode aktivnu politiku dividendi, ona koja vode rezidualnu politiku dividendi i ona koja nastoje da plaćaju dividende bez vođenja dugoročne politike. Takođe, u radu se došlo do zaključka da koncentracija vlasništva ima određeni uticaj na politiku dividendi razmatranih preduzeća.

Ključne reči: politika dividendi, akcionarska preduzeća, BELEX15.

Abstract

The subject of this paper is to analyse the dividend policy of relevant joint stock companies in Serbia, from the aspect of the shares liquidity on the Belgrade Stock Exchange. It is indisputable that due to the economic crisis and underdeveloped shareholding in Serbia, most of the corporations do not pay dividends. The aim of this study is to determine the type of dividend policy for Serbian corporations and to provide specific guidelines for the formulation of effective dividend policy. In order to reach the relevant data, the paper discusses the potentially most successful companies grouped in BELEX15 index of the Belgrade Stock Exchange, which tracks the price movements of the most liquid shares. The research results indicate that in a group of twelve companies there are those that lead an active dividend policy, then those with residual dividend policy, and those that strive to pay dividends without conducting long-term plans. Also, the paper concluded that

the ownership structure has a certain impact on the dividend policy of the selected companies.

Key words: *dividend policy, joint stock companies, BELEX15.*

JEL Classification: G32

1. UVOD

Jedan od najznačajnijih ciljeva menadžera akcionarskih ili korporativnih preduzeća treba da bude stvaranje vrednosti za akcionare. U tom smislu, menadžeri moraju pažljivo da razmatraju uticaj svojih odluka na cenu akcija, koja predstavlja ključnu determinantu vrednosti preduzeća i bogatstva akcionara. Jedna od najvažnijih dugoročnih odluka, sa kojom se suočavaju menadžeri svakog akcionarskog preduzeća, jeste formulisanje politike dividendi. Ona podrazumeva raspodelu dobitka na deo koji će ostati preduzeću i na deo koji će biti isplaćen akcionarima u vidu dividendi. Svaka isplata dividendi smanjuje novčana sredstva preduzeća koja se mogu koristiti za investicije, smanjenje zaduženosti itd.

Akcionarska preduzeća u većini država nemaju zakonsku obavezu da isplaćuju dividende po osnovu običnih akcija. S druge strane, najčešće postoje određena ograničenja za isplate dividendi, kao što su pravilo neto dobiti, pravilo održanja uloženog kapitala i pravilo likvidnosti. Pravilo neto dobiti zabranjuje plaćanja dividendi koja premašuju zbir neto dobiti tekuće i neraspodeljene dobiti iz prethodnih godina. Pravilo održanja uloženog kapitala podrazumeva da plaćanja dividendi ne smeju umanjivati osnovni kapital. Pravilo likvidnosti zabranjuje nelikvidnim preduzećima da plaćaju dividende.

Značaj politike dividendi je predmet brojnih teorijskih i praktičnih razmatranja već više decenija. Prema tradicionalnim shvatanjima, *akcionari očekuju dividende*, koje čak i ukoliko se isplaćuju u veoma skromnim iznosima,

donekle umanjuju rizik od pada cena akcija i nemogućnosti ostvarenja kapitalne dobiti od njihove prodaje. Ovo shvatanje se može ilustrovati narodnom poslovicom „bolje vrabac u ruci, nego golub na grani“. Za razliku od potencijalno visokih kapitalnih dobitaka, dividendna stopa (prinos) uobičajeno nije viša od nekoliko procenata.

S druge strane, znatan broj akademskih istraživača dovodi u pitanje značaj politike dividendi. Neki od njih čak smatraju da je ova politika potpuno irelevantna, što znači da bez obzira na to koliko se pažljivo formira politika dividendi, neće biti uticaja na proces stvaranja vrednosti za akcionare. Početkom 1960-ih nastala je *teorija irelevantnosti dividendi*, koju su postavili Miler (Miller) i Modiljani (Modigliani). Oni su pošli od pretpostavke savršeno konkurentnog tržišta kapitala, koje karakteriše odsustvo poreza, transakcionih i flotacionih troškova, asimetrične informisanosti itd. U takvim zamišljenim uslovima, vrednost preduzeća zaista bi bila nezavisna od politike dividendi. Miler i Modiljani su smatrali da je jedino važna investiciona politika, zato što ona određuje sposobnost zarađivanja i budući priliv novca u preduzeće (Miller, Modigliani, 1961: str. 414)

Postoje i treća shvatanja, prema kojima *dividende utiču negativno na vrednost akcija*, pre svega, iz dva razloga: (1) usled poreskih nepogodnosti dividendi u odnosu na kapitalne dobitke; (2) njihovom isplatom menadžeri priznaju da ne znaju kako da upotrebe slobodna novčana sredstva – novac koji bi se

koristio za isplatu dividendi treba da bude investiran u projekte sa pozitivnom sadašnjom vrednošću, čime se stvara vrednost za vlasnike.

2. AKTIVNA I REZIDUALNA POLITIKA DIVIDENDI

Kao najznačajnija klasifikacija politika dividendi, posmatrano sa aspekta raspodele dobiti, može se izdvojiti podela *na rezidualnu i aktivnu politiku dividendi*.

Polazeći od pretpostavke da su investicione odluke najznačajnije za dugoročnu uspešnost poslovanja preduzeća, dividende se mogu posmatrati kao čist ostatak ili rezidual. Drugim rečima, dobitak koji preostane nakon finansiranja novih investicija, može biti isplaćen u vidu dividendi. Kada su potrebe za investicijama veće od dobiti preduzeća, neće biti ni isplate dividendi. Ovakvo shvatanje predstavlja suštinu „čiste“ *rezidualne teorije dividendi* ili *teorije ostatka*. Teorija ostatka je najčešće u skladu sa poslovnom filozofijom i interesima menadžera preduzeća. U ovom slučaju, preduzeća sa visokom stopom rasta i mnogobrojnim investicionim mogućnostima plaćala bi male ili nulte iznose dividendi, dok bi uspešna i razvijena preduzeća sa ograničenim brojem profitabilnih mogućnosti za investiranje plaćala velike iznose dividendi (Zakić, 2005: str. 62).

Prema rezidualnoj teoriji, dividende nemaju preveliki uticaj na tržišnu vrednost preduzeća, koja je prvenstveno determinisana investicionim i finansijskim odlukama.

S druge strane, aktivna politika dividendi podrazumeva da preduzeća treba konstantno da isplaćuju

dividende, čak i kada one prevazilaze iznose rezidualnih sredstava. U tom slučaju sredstva za investicije preduzeća treba da pribave na tržištu kapitala.

Analizirajući praksu najrazvijenijih zemalja, može se primetiti da je primena rezidualne i suprotstavljene aktivne politike dividendi direktno u vezi sa opštim stanjem privrednih kretanja. U uslovima izraženog privrednog rasta tokom poslednje decenije dvadesetog veka došlo je do prihvatanja rezidualne politike dividendi. Izuzetno uspešno poslovanje i rast cena akcija kompanija iz oblasti visoke tehnologije tokom 1990-ih godina, doveli su do opadanja značaja dividendi. Najuspešnija preduzeća iz oblasti informatike, poput Majkrosofta, u tom periodu nisu isplaćivala dividende. Slobodna novčana sredstva su ulagana u poslovanje preduzeća, što je dovelo do stalnog rasta cena akcija. U SAD-u je tokom 1990-ih samo jedno od pet preduzeća isplaćivalo dividende, za razliku od 1950-ih kada je to činilo devet od deset preduzeća (Frankfurter et al., 2003: str. 75). Pojedini ekonomski stručnjaci su čak predviđali iščezavanje dividendi koje podležu oporezivanju. Međutim, početkom 21. veka došlo je do recesije i značajnog pada cena akcija, pre svega preduzeća iz oblasti visoke tehnologije. To je dovelo do ponovne popularizacije aktivne politike dividendi. Gubitak koji nastaje usled smanjenja cena akcija, donekle se umanjuje putem primljenih dividendi.

U praksi razvijenih zemalja uobičajeno je da preduzeća koja počnu da isplaćuju dividende vode politiku *stabilnih plaćanja*, što podrazumeva

stabilan iznos dividende po akciji. Dividende se povećavaju samo ukoliko menadžeri preduzeća očekuju da će budući dobiti biti dovoljno visoki da „pokriju” viši nivo dividendi. S druge strane, smanjenja ili prekid plaćanja dividendi su nešto što preduzeća nastoje da izbegnu i primenjuju se samo kada menadžeri procene da je trenutni nivo dugoročno neodrživ.

Postoje i alternativni načini distribucije sredstava akcionarima, od kojih su najznačajniji otkup sopstvenih akcija i podela akcija preduzeća umesto gotovinskih dividendi.

Gotovinske dividende predstavljaju tradicionalnu i uobičajenu formu distribucije novca akcionarima. Kao prednosti ovakve forme isplata mogu se navesti: (1) dividende predstavljaju informacioni signal o dobrim rezultatima poslovanja što se pozitivno odražava na cenu akcija, naročito u slučaju objavljivanja novih ili povećanih dividendi; (2) dividende privlače investitore koji preferiraju gotovinske isplate, prema shvatanjima „bolje vrabac u ruci, nego golub na grani”; (3) dividende smanjuju agencijske troškove koji mogu nastajati po osnovu konflikata između menadžera i akcionara. Nedostaci gotovinskih dividendi su: (1) akcionari plaćaju porez na dividende koji je u većini država znatno veći od poreza na kapitalne dobitke; (2) isplate dividendi mogu zahtevati pribavljanje novca iz eksternih izvora, ukoliko je neophodan za finansiranje preduzeća; (3) svako smanjenje plaćanja iznosa redovnih dividendi najčešće izaziva pad cena akcija preduzeća. (Zakić, 2005: str. 7)

Značaj politike dividendi razlikuje se od zemlje do zemlje. Kada se

analiziraju četiri najrazvijenije zemlje u periodu od 1975-1995. godine, primećuje se da najviši prosečni racio isplate dividendi (odnos dividende po akciji i neto dobitka po akciji) imaju Velika Britanija i SAD (Lease et al. 2000: str. 137). Znatno niži prosečni racio isplate dividendi imaju Japan i Nemačka. Ovaj racio povezan je sa disperzijom vlasništva. U većini anglosaksonskih zemalja, poput Velike Britanije i SAD-a, postoji široka disperzija vlasništva u akcionarskim preduzećima. Usled toga, najznačajniji konflikti se mogu javiti na relacijama „moćni menadžeri – mali akcionari”. Plaćanja velikih dividendi se vide kao način za smanjenje slobodnih novčanih sredstava, koja bi menadžeri mogli da iskoriste za ostvarenje ličnih ciljeva. Kontinentalnu Evropu i Japan uglavnom karakteriše koncentrisana vlasnička struktura, zbog čega se javlja niži racio plaćanja dividendi. U takvim uslovima značajniji konflikti se javljaju na relaciji većinski – manjinski akcionari.

Alternativa plaćanju gotovinskih dividendi je distribucija novca akcionarima putem *otkupa sopstvenih običnih akcija* po ceni većoj od tržišne. U poslednjoj deceniji dvadesetog veka, otkup sopstvenih akcija u SAD-u je čak dostigao 40% ukupnih isplata (Shapiro, 2000: str. 514). Sjedinjene Američke Države su, zajedno sa Kanadom i Velikom Britanijom, jedna od retkih zemalja u kojima se značajne distribucije gotovine akcionarima vrše ovim putem.

Postoje tri osnovna motiva za korišćenje otkupa sopstvenih akcija: (1) *informacioni motiv*; (2) *odbrana od preuzimanja preduzeća* i (3) *poreski*

motiv. Informacioni motiv je posebno izražen u uslovima *ekonomskih kriza*, kada menadžeri nastoje da umanje posledice pojave koja se u žargonu naziva „berzanski stampedo“ ili „efekat snežne lavine“. Cena akcija preduzeća, u ovim uslovima, ubrzano pada usled panične reakcije akcionara koji masovno prodaju svoje akcije. Otkupom sopstvenih akcija po ceni većoj od tržišne može se donekle sprečiti pad cena akcija, ali dugoročni efekti prvenstveno zavise od intenziteta krize na tržištu i stepena poverenja akcionara u preduzeće. Za razliku od povećanja isplata redovnih dividendi, kod otkupa sopstvenih akcija ne javlja se pritisak održanja višeg nivoa plaćanja akcionarima.

Pored informacionog motiva, značajan broj otkupa akcija povezan je i sa „defanzivnim manevrima“ kojima se izbegava preuzimanje preduzeća, što se u američkoj praksi često označava kao „*greenmail*“, nazvano po reči „*blackmail*“ (ucena).¹ U ovom slučaju, menadžeri ili vlasnici koji imaju većinski ili kontrolni paket akcija žele da se reše nepoželjnih i uticajnih akcionara, koji im predstavljaju pretnju. Isplatama se preduzeće oslobađa viška novca, koji bi mogao biti jedan od razloga za preuzimanje. (Zakić, 2005: str. 8)

Poreski motiv predstavlja veoma značajan razlog alternativne distribucije novca u ovoj formi, umesto u vidu tradicionalnih dividendi. U najvećem broju zemalja postoje *poreske nepogodnosti dividendi* u odnosu na kapitalne dobitke. Kapitalni dobitci su često oslobođeni

oporezivanja, što je uobičajeno i kod dugoročnih kapitalnih dobitaka koje ostvaruju pojedinci.

3. POLITIKA DIVIDENDI PREDUZEĆA IZ GRUPE BELEX15

Kada se analizira politika dividendi koju primenjuju preduzeća u Srbiji, mora se početi od činjenice da većina akcionarskih preduzeća ne isplaćuje dividende. To se može dovesti u vezi sa trenutnom ekonomskom krizom, ali čak i u periodu pre 2008. godine nije bilo mnogo preduzeća u Srbiji koja su plaćala dividende. Polazeći od iskustava razvijenih zemalja, može se zaključiti da izražena koncentracija vlasništva u akcionarskim preduzećima direktno utiče na prihvatanje rezidualne politike dividendi.

Pored izražene koncentracije vlasništva, u Srbiji postoji još jedan značajan faktor koji utiče na prihvatanje rezidualne politike dividendi, a to su ograničeni izvori finansiranja. U uslovima nedovoljnih sopstvenih sredstava, skupih bankarskih kredita i ograničenih subvencionisanih kredita, kao značajna alternativa za uspešna akcionarska preduzeća ističe se prikupljanje sredstava putem emitovanja akcija i obveznica. Tu se postavlja pitanje *kome bi ova preduzeća mogla da plasiraju svoje hartije od vrednosti?* Kao najznačajnija ciljna grupa trenutno se ističu institucionalni investitori, kao što su investicioni fondovi, osiguravajuća društva, privatni penzionirani fondovi itd. Institucionalni investitori ulažu novčana sredstva u portfolio „sigurnih“ hartija od vrednosti različitih preduzeća (uključujući i hartije od vrednosti koje

¹ Igra reči u engleskom jeziku, zeleno (*green*) označava boju dolara.

emituje država), za koje očekuju da će ostvarivati odgovarajuće portfolio performanse, odnosno prinose. Ukoliko nemaju nameru da prodaju akcije nekog preduzeća, jedini prinos koji mogu da ostvare jeste po osnovu dividendi. To ukazuje na to da politika dividendi može imati izuzetan značaj u preduzećima koja nastoje da privuku institucionalne investitore. Takođe, redovnim isplata dividendi, čak i u skromnim iznosima, pruža se određena sigurnost i „tradicionalno nepoverljivim“ malim akcionarima (fizičkim licima).

Istraživanja u ovom radu obuhvataju *dvanaest preduzeća* koja su krajem aprila 2016. godine od strane Beogradske berze svrstana u „elitnu“ grupu BELEX15:

1. NIS a.d, Novi Sad,
2. Komercijalna banka a.d, Beograd,
3. Energoprojekt holding a.d, Beograd,
4. Aerodrom Nikola Tesla a.d, Beograd,
5. Galenika Fitofarmacija a.d, Zemun,
6. AIK banka a.d, Beograd,
7. Metalac a.d, Gornji Milanovac,
8. Sojaprotein a.d, Bečej,
9. Messer Tehnogas a.d, Beograd,
10. Alfa plam a.d, Vranje,
11. Imlek a.d, Beograd,
12. Jedinstvo a.d, Sevojno.

Kao i sve berze u svetu, Beogradska berza ima svoje indeksne pokazatelje. Dva najznačajnija pokazatelja su BELEX15 i BELEXline. BELEX15 predstavlja indeks najlikvidnijih akcija na Beogradskoj berzi. Namena indeksa jeste da meri promene cena najlikvidnijih akcija (najmanje 7,

a najviše 15) na domaćem tržištu kapitala. Indeks je ponderisan tržišnom kapitalizacijom i izračunava se svakodnevno, u realnom vremenu. Učešće pojedinačne kompanije ograničeno je na 20 posto (u smislu vrednosti kapitalizacije). BELEXline predstavlja opšti indeks akcija Beogradske berze (najviše 150 akcija) čija je osnovna namena da što približnije opiše ukupna tržišna kretanja na Beogradskoj berzi. BELEXline je, takođe, ponderisan tržišnom kapitalizacijom, a učešće pojedinačne kompanije ograničeno je na 10 odsto.

Prvi korak prilikom analize politike dividendi navedenih preduzeća predstavlja utvrđivanje iznosa dividendi koji su isplaćivani u prethodnom periodu. Ukoliko preduzeća ne isplaćuju dividende, tada se može sa sigurnošću zaključiti da primenjuju rezidualnu politiku dividendi ili da većinski vlasnici ili menadžeri ne žele da isplaćuju dividende. Podaci iz Tabele 1, međutim, ukazuju na to da preduzeća iz grupe BELEX15 uglavnom isplaćuju dividende.

Kao što je već razmatrano, akcionarska preduzeća najčešće nemaju zakonsku obavezu da isplaćuju dividende po osnovu redovnih ili običnih akcija, što važi i za Srbiju. U zakonskoj praksi većine zemalja postoje određena ograničenja za isplate dividendi, a pravilo neto dobiti zabranjuje plaćanja dividendi koja prevazilaze neto dobit tekuće i neraspodeljenu dobit iz prethodnih godina. U tom smislu, sledeći korak u analizi politike dividendi navedenih preduzeća predstavlja utvrđivanje

Tabela 1. Bruto dividende po običnoj akciji (2011–2015) – u dinarima

Naziv preduzeća	Bruto dividende po akciji za godinu				
	2011	2012	2013	2014	2015
NIS a.d, Novi Sad	0	75,83	80,22	46,85	n/a ²
Komercijalna banka a.d, Beograd	0	0	0	115	0
Energoprojekt holding a.d, Beograd	20:1 ³	0	36	20	n/a
Aerodrom Nikola Tesla a.d, Beograd	28,8	12,78	0,24	59,95	n/a
Galenika Fitofarmacija a.d, Zemun	145	160	152	152	n/a
AIK banka a.d, Beograd	26,7	28,04	0	345	n/a
Metalac a.d, Gornji Milanovac	130	140	150	150	155
Sojaprotein a.d, Bečej	0	0	0	0	n/a
Messer Tehnogas a.d, Beograd	n/a	0	0	0	1801
Alfa plam a.d, Vranje	0	0	1000	1000	n/a
Imlek a.d, Beograd	27	56	82+76	n/a	366 ⁴
Jedinstvo a.d, Sevojno	500	294,12	294,12	294,12	n/a

Izvor: Pojedinačni Godišnji izveštaji preduzeća za razmatrane periode i Izveštaji sa skupština akcionara, preuzeti sa sajta Beogradske berze (www.belex.rs)

Može se primetiti da BELEX15 rezultata poslovanja u prethodnom periodu (Tabela 2). preduzeća pokazuju uglavnom

Tabela 2. Neto dobit preduzeća (2011–2015)

Naziv preduzeća	Neto dobit preduzeća (u 000 dinara)				
	2011	2012	2013	2014	2015
NIS a.d, Novi Sad	40.601.667	49.456.516	52.324.366	30.559.237	16.104.667
Komercijalna banka a.d, Beograd	3.513.680	4.122.146	4.676.325	4.785.577	- 6.229.631
Energoprojekt holding a.d., Beograd	277.625	504.856	399.088	43.867	236.973
Aerodrom Nikola Tesla a.d, Beograd	1.580.293	727.657	13.321	3.417.984	2.570.456
Galenika Fitofarmacija a.d, Zemun	762.167	802.361	759.431	757.423	863.950
AIK banka a.d, Beograd	2.973.676	3.641.848	993.236	1.818.028	3.413.320
Metalac a.d, Gornji Milanovac	406.788	298.448	402.442	240.986	254.427
Sojaprotein a.d, Bečej	1.142.832	689.000	- 1.151.293	251.730	1.130.871
Messer Tehnogas a.d, Beograd	1.124.741	1.720.406	479.375	659.197	1.776.469
Alfa plam a.d, Vranje	480.612	1.036.056	392.217	765.311	761.239
Imlek a.d, Beograd	1.946.522	2.670.444	2.590.905	2.445.198	318.446
Jedinstvo a.d, Sevojno	380.824	229.477	249.071	244.094	147.757

Izvor: Pojedinačni berzanski prospekti preduzeća i Godišnji izveštaji, preuzeti sa sajta Beogradske berze (www.belex.rs)

2 Većina razmatranih preduzeća nije do juna 2016. godine usvojila odluku o raspodeli dobiti za 2015. godinu.

3 Akcionarima su dodeljene dividende akcije u odnosu 20:1 (za svakih 20 akcija dobijena je jedna besplatna), a gotovinske dividende su isplaćene u iznosu od ukupno 1.867.875 dinara, odnosno 0,2 dinara po akciji.

4 Skupština akcionara a.d. „Imlek“ kasnila je sa usvajanjem Godišnjeg izveštaja za 2014. godinu. Na redovnoj sednici 29. juna 2015. Izveštaj je usvojen, ali nije razmatrana niti doneta odluka o raspodeli dobiti. Prema podacima sa sajta Imleka (jun 2016), na Skupštini akcionara će biti predložena isplata dividendi za 2015. godinu u bruto iznosu od 366 dinara po akciji.

pozitivne rezultate poslovanja u periodu 2011–2015. godine. S druge strane, primetna je razlika u politici raspodele dobiti među ovim preduzećima, ali se u načelu mogu izdvojiti tri kategorije: (1) preduzeća koja prvenstveno vode rezidualnu politiku dividendi – nisu plaćala dividende ili su ih isplatila samo za jednu godinu; (2) preduzeća koja su dve ili više godina plaćala dividende, ali u nejednakim iznosima; (3) preduzeća koja nastoje da vode aktivnu politiku dividendu uz relativno stabilna godišnja plaćanja.

Kao primer vođenja čiste rezidualne politike, što podrazumeva reinvestiranje celokupnog ili najvećeg dela dobitka, može se navesti Sojaprotein. Ovo preduzeće je ostvarilo gubitak za 2013. godinu, ali je sve ostale razmatrane godine poslovalo sa dobitkom. I pored toga, u periodu 2011–2015. godine nije bilo isplata dividendi akcionarima. Komercijalna banka i Messer Tehnogas su samo za jednu godinu isplatili dividende, što, takođe, ukazuje na to da vode rezidualnu politiku dividendi. Međutim, potrebno je obratiti pažnju na visok iznos dividende za 2015. godinu koju Messer Tehnogas planira da isplati. Celokupna dobit iz 2015. godine, kao i deo neraspoređene dobiti ranijih godina, u ukupnom iznosu od 1,9 milijardi dinara (bruto dividenda od čak 1.801 dinara po akciji) biće raspoređena akcionarima na ime dividende. Prosečna cena akcija ovog preduzeća početkom juna 2016. godine bila je oko 8.000 dinara, što znači da je dividendna stopa (odnos dividende po akciji i cene akcije) bila neuobičajeno

visoka i iznosila je oko 21%.⁵

Preduzeće Messer Tehnogas nije detaljno navelo razloge za isplatu dividendi, ali se može pretpostaviti da je to povezano sa investicionim planovima preduzeća ili sa eventualnom prodajom većinskog paketa akcija u nekom budućem periodu. Prema rezidualnoj teoriji, preduzeća sa visokom stopom rasta i mnogobrojnim investicionim mogućnostima plaćaju male ili nulte iznose dividendi, dok uspešna i razvijena preduzeća sa ograničenim brojem profitabilnih mogućnosti za investiranje plaćaju velike iznose dividendi.

Kao primer, može se navesti Microsoft, koji od 1980-ih do početka 21. veka nije plaćao dividende. Microsoft je, i pored ogromnih iznosa slobodnog novca (oko 50 milijardi dolara), tek u januaru 2003. godine otpočeo isplate dividendi. Prva isplata iznosila je 8 centi po akciji. U novembru 2003. dividende su povećane na 16 centi po akciji, a ukupna isplata iznosila je oko 1,7 milijardi dolara. U decembru 2004. godine, Microsoft je isplatio specijalnu ili ekstra dividendu u iznosu od 3 dolara po akciji, što je ukupno iznosilo čak 32 milijarde dolara (Zakić, 2005: str. 86).

Značajne promene u politici dividendi u Srbiji često se mogu dovesti u vezu sa prodajom većinskog paketa akcija. Na primer, preduzeće Bambi je isplatilo akcionarima najveći deo svoje dobiti za 2010. godinu (preko 4 miliona evra, odnosno 1.260 dinara po akciji). Navedene promene u politici dividendi su se tada tumačile

⁵ Dividendna stopa za većinu preduzeća u fazi rasta i razvoja (koja plaćaju dividende) najčešće iznosi samo nekoliko procenata, dok kod „zrelih“ preduzeća uobičajeno ne prelazi 7–8%.

očekivanom prodajom preduzeća koja su poslovala u okviru investicionog fonda „Salford“.

U grupu preduzeća koja su dve ili više godina plaćala dividende u nejednakim iznosima mogu se svrstati NIS, Energoprojekt holding, Aerodrom Nikola Tesla, AIK banka i Imlek. Za ova preduzeća se može pretpostaviti da nastoje da plaćaju dividende u „dobrim godinama“, ali da ne vode dugoročnu politiku dividendi. Značajna promena u politici dividendi u ovoj grupi je posebno izražena kod AIK banke koja je odlukom vanredne skupštine akcionara (decembar 2015. godine) isplatila bruto dividendu za 2014. godinu u iznosu od 345 dinara po akciji (dividenda za 2011. i 2012. godinu je bila ispod 30 dinara, dok 2013. godine nije isplaćena).

S druge strane, kao primeri vođenja *aktivne politike dividendi* mogu se izdvojiti Galenika Fitofarmacija, Metalac, Alfa plam i Jedinstvo. Već je napomenuto da je u praksi razvijenih zemalja uobičajeno da preduzeća koja počnu da isplaćuju dividende vode politiku *stabilnih plaćanja*, dok se dividende povećavaju samo ukoliko menadžeri preduzeća očekuju da će budući dobiti biti dovoljno visoki da „pokriju“ viši nivo dividendi. Kao izražen primer primene politike stabilnih plaćanja, uz postepeno i dugoročno održivo povećanje dividendi, može se izdvojiti Metalac (dividenda za 2011. godinu je iznosila 130 dinara po akciji, za 2012. godinu 140 dinara, za 2013. i 2014. godinu 150 dinara i za 2015. godinu 155 dinara). Galenika je plaćala približno iste iznose dividendi po akciji u periodu 2011–2015. (u rasponu od

145-160 dinara). Alfa plam nije plaćao dividende za 2011. i 2012. godinu, ali su za 2013. i 2014. godinu isplaćene u istom iznosu od 1.000 dinara po akciji. Jedinstvo je od 2012. godine prihvatilo aktivnu politiku dividendi i za naredne tri godine su isplaćivane u iznosu od 294,12 dinara po akciji.

Polazeći od iskustava najrazvijenijih zemalja, evidentno je da je politika dividendi povezana sa *disperzijom vlasništva* u korporativnim preduzećima. Korporativna preduzeća iz zemalja sa izraženom koncentracijom vlasništva, poput Nemačke i Japana, izdvajaju manje iznose neto dobiti za dividende. S druge strane, u praksi SAD-a i Velike Britanije, gde je prisutna izražena disperzija vlasništva, nije retka pojava da se veći deo neto dobiti raspodeli akcionarima u vidu dividendi ili putem otkupa sopstvenih akcija (Zakić, 2005: str. 117-125).

Kod pojedinih preduzeća iz grupe BELEX15 postoji izražena koncentracija vlasništva (Tabela 3), što u značajnoj meri utiče na prihvatanje rezidualne politike dividendi. S druge strane, preduzeća kod kojih se u ovom radu pošlo od pretpostavke da vode aktivnu politiku dividendi (posebno Galenika Fitofarmacija, Metalac i Jedinstvo) nemaju izraženog većinskog vlasnika. Naravno, podatke o vlasništvu je potrebno uzeti sa određenom rezervom. Izvesno je da bi ovaj procenat bio viši ukoliko bi se analizirali podaci o povezanosti krupnih akcionara sa pojedinim manjinskim akcionarima – fizičkim i pravnim licima koja se vode pod svojim imenom ili su „sakriveni“ u okviru kastodi računa banaka.

Reinvestiranje celokupnog ili

Tabela 3. Procenat običnih akcija u vlasništvu najvećeg akcionara ili povezane grupe (jun 2016)

Naziv preduzeća	Akcionar/povezana grupa sa najvećim % akcija	Procenat akcija (zaokružen u %)
NIS a.d, Novi Sad	Gazprom Neft	56,15
Komercijalna banka a.d, Beograd	Republika Srbija	41,74
Energoprojekt holding a.d, Beograd	Republika Srbija	33,58
Aerodrom Nikola Tesla a.d, Beograd	Republika Srbija	83,14
Galenika Fitofarmacija a.d, Zemun	Vojinović Živorad, Mikend d.o.o	25,37
AIK banka a.d, Beograd	Sunoko d.o.o.	83,96
Metalac a.d, Gornji Milanovac	Danko Đunić	7,58
Sojaprotein a.d, Bečež	Victoria Group a.d.	50,93
Messer Tehnogas a.d, Beograd	Messer Group GmbH	81,93
Alfa plam a.d, Vranje	Amasis d.o.o	54,54
Imlek a.d, Beograd	Danube Foods Group	85,94
Jedinstvo a.d, Sevojno	Mićić Mića	23,99

Izvor: Centralni registar hartija od vrednosti, Statistički prikaz vlasništva preduzeća (podaci su preuzeti 2. juna 2016. godine) (www.crhov.rs)

najvećeg dela dobiti, posmatrano sa aspekta „nepovezanih“ ili „stvarnih“ malih akcionara, može biti pozitivno samo pod uslovom da preduzeće ostvaruje konstantan rast cena akcija, što pruža mogućnost zarade po osnovu kapitalne dobiti. U Srbiji je, međutim, još krajem 2007. godine i posebno početkom 2008. godine došlo do značajnog pada prometa i tržišne kapitalizacije na Beogradskoj berzi, kao posledica širenja krize na svim berzama u svetu. Sredinom 2008. godine došlo je do kratkoročnog oporavka Berze, ali je nakon toga ponovo nastupio pad u obimu trgovanja i u cenama akcija. Kriza je evidentno prisutna i tokom 2016. godine i očekuje se da će trajati tokom narednih godina. U ovim uslovima, ne može se očekivati značajan rast cena akcija, što destimuliše ulaganja malih akcionara. Takođe, veoma je sporno pitanje da li se dobit zaista reinvestira u preduzeće ili većinski vlasnici nastoje da ostvare i određene „privatne beneficije“

(npr. transfer novca putem povezanih preduzeća, odobravanje visokih naknada članovima upravnih odbora, kupovina luksuznih nekretnina, automobila itd.).

4. SMERNICE ZA FORMULISANJE EFEKTIVNE POLITIKE DIVIDENDI

Na osnovu izloženih teorijskih shvatanja i praktičnih saznanja može se doći do određenih smernica za formulisanje efektivne politike dividendi, koje se odnose na preduzeća koja posluju u zemljama razvijene tržišne ekonomije, ali i onima u tranziciji. Prilikom određivanja politike dividendi, menadžeri i većinski vlasnici treba da uzmu u obzir (Zakić et al., 2012: str. 819):

- fazu rasta i razvoja preduzeća, tj. mogućnosti investicija i zaduživanja,
- rizik poslovanja i potencijalnu nelikvidnost,
- poresku strukturu vlasnika,
- povećanje tražnje i obima

trgovanja kroz privlačenje određenih grupa akcionara i stvaranje mogućnosti za novu emisiju akcija.

Preduzeća koja se nalaze u početnim fazama rasta i razvoja imaju velike novčane zahteve za finansiranjem investicija i najčešće neće isplaćivati dividende. Suprotno, velika i razvijena preduzeća sa niskim stopama rasta, najčešće su visoko-likvidna i isplaćuju znatno veće iznose dividendi. Kao bitan faktor, neophodno je uzeti i mogućnosti prikupljanja dodatnog kapitala. Ukoliko preduzeće ne može da pribavi potreban kapital za investicije emitovanjem novih akcija ili povoljnim zaduživanjem, tada bi trebalo ograničavati isplatu dividendi. Takođe, neophodno je uzeti u obzir i posledice zaduživanja, koje povećava rizik poslovanja preduzeća. Investiciona ulaganja treba dugoročno planirati i u skladu s tim formirati i dugoročnu strategiju politike dividendi, iz razloga što smanjenje ili obustavljanje isplata dividendi najčešće deluje negativno na cenu akcija.

U poslovanju svakog preduzeća mogu se javljati određene prolazne teškoće. Preduzeća sa nestabilnim dobitcima ili novčanim tokovima bi trebalo da postave niži racio isplate dividendi, sa ciljem izbegavanja da budu primorana da obustave isplate usled nelikvidnosti.

U najvećem broju zemalja postoje poreske nepogodnosti dividendi u odnosu na kapitalne dobitke. Kapitalni dobitci su često oslobođeni oporezivanja, što je uobičajeno kod dugoročnih kapitalnih dobitaka koje ostvaruju pojedinci. Dividende su, iz ugla preduzeća i individualnih

investitora, pored viših poreskih stopa podložne i višestrukom oporezivanju: ne odbijaju se od oporezivog dobitka preduzeća, a akcionari plaćaju porez na dividende (ili primaju samo neto iznos dividende). Prilikom kreiranja politike dividendi, menadžeri preduzeća treba da uzmu u obzir preferencije najznačajnijih grupa akcionara prema dividendama.

Konačno, politika dividendi može imati veliki uticaj na privlačenje tzv. malih akcionara. Ovi akcionari su prvenstveno zainteresovani za ostvarenje prinosa i često ne koriste svoje pravo glasa na skupštini akcionara. Ukoliko preduzeće ne ostvaruje rast cena akcija, jedine prinose koje mali akcionari mogu da ostvare jesu oni po osnovu dividendi. Izostanak plaćanja dividendi destimuliše male akcionare da zadrže akcije ili da dalje ulažu u kupovinu novih akcija preduzeća.

Na osnovu razmatranja u ovom radu, može se zaključiti da u Srbiji postoje osnove za sumnju da pojedini većinski vlasnici koriste svoj dominantan položaj i ne isplaćuju dividende manjinskim akcionarima. Dugoročno, ukoliko se to nastavi, mali akcionari u ovim preduzećima će „iščeznuti“, a ona će se suštinski ili pravno transformisati u zatvorena akcionarska preduzeća.

Značajne promene u politici dividendi mogu se očekivati samo usled jačanja prisustva i uticaja institucionalnih investitora, kao što su investicioni fondovi, penzioni fondovi i osiguravajuće kompanije. Ovi investitori očekuju odgovarajuću i stabilnu stopu prinosa na svoje investicije (Zakić, 2014: str. 92).

Institucionalni investitori poseduju značajna novčana sredstva kojima upravljaju profesionalni portfolio menadžeri, koji imaju mogućnosti da znatno bolje zaštite svoje interese od malih akcionara.

Polazeći od iskustava razvijenih zemalja, evidentno je da su institucionalni investitori tokom 1990-ih i 2000-ih imali izuzetan uticaj na promenu ciljeva poslovanja preduzeća u zemljama sa izraženom koncentracijom vlasništva, poput Nemačke i Japana. Preduzeća koja nastoje da privuku ove investitore, moraju da postavljaju kao jedan od najznačajnijih ciljeva poslovanja *generisanje vrednosti za sve akcionare*, a ne samo za većinske. To podrazumeva i primenu aktivne politike dividendi, odnosno primenu politike stabilnih plaćanja na nivou koji je dugoročno održiv.

5. ZAKLJUČAK

Rezultati istraživanja u ovom radu ukazuju na to da akcionarska preduzeća iz grupe BELEX15 vode različite politike dividendi, ali se ipak mogu izdvojiti tri kategorije: (1) preduzeća koja prvenstveno vode rezidualnu politiku dividendi – posluju uglavnom sa dobitkom, ali nisu plaćala dividende ili su ih isplatili samo za jednu godinu; (2) preduzeća koja su dve ili više godina plaćala dividende, ali u nejednakim iznosima; (3) preduzeća koja nastoje da vode aktivnu politiku dividendi uz relativno stabilna godišnja plaćanja.

Koncentracija vlasništva u akcionarskim preduzećima, kao i u razvijenim zemljama, u Srbiji, takođe, ima uticaj na politiku dividendi. Kod pojedinih preduzeća postoji

izražena koncentracija vlasništva, što u značajnoj meri utiče na prihvatanje rezidualne politike dividendi. S druge strane, pojedina preduzeća, koja nemaju izraženog većinskog akcionara, vode aktivnu politiku dividendi.

Isplata stabilnih dividendi u dužem vremenskom periodu uz postepeno, dugoročno održivo, povećanje nivoa isplata, predstavlja signal o uspešnom poslovanju preduzeća. Preduzeća bi trebalo da javno obelodane način na koji formiraju politiku dividendi, što trenutno nije slučaj i ti podaci uglavnom nisu dostupni. Takođe, neophodno je da detaljno prikažu planove reinvestiraju zadržane dobiti, čime se u značajnoj meri uklanjaju sumnje da većinski akcionari ostvaruju „privatne beneficije“ na štetu malih akcionara.

Umesto uobičajenih godišnjih isplata, akcionarska preduzeća trebalo bi da uzmu u razmatranje mogućnost primene „američkog modela“ kvartalnih ili polugodišnjih isplata, čime bi brže pokazala sadašnjim i potencijalnim akcionarima svoju nameru da isplaćuju stabilne dividende.

Privlačenjem institucionalnih investitora, uz vraćanje poverenja malih akcionara, uspešna preduzeća u Srbiji dugoročno mogu stvoriti odgovarajuću tražnju za svojim akcijama, koja će im omogućiti uspešnu prodaju novih akcija. Prikupljanjem kapitala od širokog kruga manjinskih investitora koji su prvenstveno zainteresovani za ostvarenje zarade preko kapitalne dobiti i/ili isplata dividendi, preduzeća mogu prikupiti kapital pod znatno povoljnijim uslovima u odnosu na bankarske kredite. U tom smislu, primena odgovarajuće

politike dividendi i stabilnih isplata dugoročno predstavlja jedan od značajnih preduslova za plasiranje novih emisija akcija. Zajedno sa stvaranjem i uvećanjem poslovnog ugleda akcionarskih preduzeća, došlo bi do daljeg razvoja tržišta hartija od vrednosti i efikasnije alokacije slobodnog kapitala.

LITERATURA

1. Frankfurter, George, Wood, Bob, Wansley, James (2003). *Dividend Policy: Theory and Practice*. Academic Press.

2. Lease, Ronald C. et al. (2000). *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*. Oxford University Press.

3. Miller, Merton H., Modigliani, Franco (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, The University of Chicago Press, pp. 411-433.

4. Shapiro, Alen, Balbirer, Sheldon (2000). *Modern Corporate Finance*, Prentice-Hall.

5. Zakić, Vladimir (2005). *Raspodela dobiti i politika dividendi (monografija)*, Viša poslovna škola Novi Sad.

6. Zakić, Vladimir, Vasiljević, Zorica, Zarić, Vlade (2012). Relevance of dividend policy for food industry corporations in Serbia. *Economics of Agriculture*, No 4. Vol. 59, Institute of Agricultural Economics, Belgrade, pp. 809-822.

7. Zakić, Vladimir (2014). Značaj tržišta obveznica za razvoj korporativnih preduzeća u Srbiji. *Finansije*, vol. 69, br. 1-6/2014, Ministarstvo finansija Republike Srbije, str. 84-94.

8. Internet sajt Beogradske berze, www.belex.rs

9. Internet sajt Centralnog registra hartija od vrednosti, www.crhov.rs.

Rad primljen: 3.10.2016.
Rad revidiran: 9.11.2016.
Rad prihvaćen: 15.12.2016.

UDC 658.14/.17(497.11)
005.942:336
Pregledni rad

MOGUĆNOST KORIŠĆENJA PROIZVODA CASH MANAGEMENT-A OD STRANE KOMPANIJA U SRBIJI U CILJU POBOLJŠANJA LIKVIDNOSTI

THE POSSIBILITY OF USING THE CASH MANAGEMENT PRODUCTS IN SERBIAN COMPANIES IN ORDER TO IMPROVE THE LIQUIDITY

Jelena BRDAR
Ekonomski fakultet, Subotica
Univerzitet u Novom Sadu
jelena_brdar@yahoo.com

Maja BODROŽIĆ
Ekonomski fakultet, Subotica
maja.bodrozic@yahoo.com

Sažetak

Sa stanovišta strategije uspešnog poslovanja kompanije u kratkom roku, finansijska likvidnost igra važniju ulogu u odnosu na samu profitabilnost. U slučaju kada kompanija nije profitabilna u kratkom roku, ali se odlikuje dobrim pokazateljima finansijske likvidnosti ona ima potencijal za dalji razvoj i za poboljšanje performansi. Zbog toga bitan element u poslovanju kompanije je podsticaj i kontinuirano poboljšanje procesa upravljanja i planiranja likvidnosti. Cilj ovog rada je da predstavi značaj inovativnih bankarskih proizvoda Cash Management-a i mogućnosti njihove primene od strane kompanija u Srbiji. Na osnovu sprovedenih istraživanja u radu upoznali smo se sa osnovnim, specijalnim i grupnim proizvodima Cash Management-a i izvršili analize primene Cash Pooling-a u poslovnoj praksi banaka, kao prodavca i kompanija, kao korisnika usluga na tržištu Republike Srbije. Rezultati sprovedenog istraživanja ukazuju da je kompanijama u potpunosti omogućeno korišćenje osnovnih proizvoda Cash Management-a, a da vodeću ulogu u razvoju i korišćenju specijalnih i grupnih proizvoda Cash Management-a imaju domaće banke osnovane austrijskim i italijanskim kapitalom, kako bi kompanijama ponudile kvalitetne finansijske usluge sa ciljem poboljšanja njihove likvidnosti. Veliki značaj u ovom procesu, svakako, ima i usklađivanje našeg zakonodavstva sa propisima Evropske unije.

Ključne reči: cash menadžment, likvidnost, gotovina, bankarski račun.

Abstract

From the point of successful business strategy in the short term, financial liquidity plays a more important role in relation to the profitability line. In the case where company is not profitable in a short time, but is characterized by good financial indicators of liquidity, it has the potential for further development and improving business performance. Because of this, an important element in the company's practice are continuously improvement of cash management processes and liquidity planning. The aim of this paper is to present the importance of innovative banking products of Cash Management and the possibilities of using them in Serbian companies. Based on the research work, we have learned about the basic, special and group Cash Management products and carried out analysis of Cash Pooling application in the business practices of Serbian banks and companies. The results of the research indicate that companies are fully enabled to use basic products of Cash Management, and that a leading role in the development and use of special and group Cash Management products belongs to domestic banks which are established with Austrian and Italian capital in order to offer quality financial services to improve liquidity of the companies. It is the harmonization of our legislation with legal and regulatory provisions of the European Union that is, anyhow, of the great importance in this process.

Key words: *Cash Management, liquidity, cash, bank account.*

JEL Classification: G21

UVOD

Likvidnost kompanije postaje ključni faktor u poslovanju. Smatra se da je kompanija likvidna ukoliko ima pristup novčanim sredstvima u vremenu kada su joj ista potrebna za izmirivanje svojih dospelih obaveza iz poslovanja. Ostvarenje pretpostavke o likvidnosti podrazumeva da kompanija ima otvorenu dostupnost ka brzo utrživim sredstvima ili sposobnost da brzo prikupi likvidna sredstva na tržištu. Ukoliko dođe do narušavanja likvidnosti dolazi do raznih poslovnih poteškoća za kompaniju. Neizmirivanje obaveza na vreme prema poslovnim partnerima povlači za sobom troškove penala u vidu zateznih kamata, sudskih kazni. U uslovima nelikvidnosti teže je pozajmljivati sredstva odnosno troškovi kredita izraženi kamatnim stopama su viši.

Svi ovi faktori izazvani nelikvidnošću u kratkom roku uzročnici su narušavanja profitabilnosti što može imati dugoročno negativne posledice. Zbog toga bitan element u poslovanju kompanije je podsticaj i kontinuirano poboljšanje procesa upravljanja i planiranja likvidnosti. U okviru kompanija sa tim ciljem se razvijaju inovativni sektori za finansijsko planiranje i finansijski kontroling u kojima se na dnevnom nivou rade procene likvidnosti. Finansijski menadžeri kontinuirano teže unapređenju likvidnosti i u okviru poslovne saradnje sa bankama prihvataju nove proizvode Cash Management-a.

Osnovna uloga novih i savremenih Cash Management proizvoda je unapređenje poslovanja kompanije. Cilj ovog rada je da predstavi značaj

inovativnih bankarskih proizvoda Cash Management-a i mogućnost njihove primene u procesu upravljanja likvidnošću. Istraživanje našeg rada predstavili smo u tri dela. U prvom delu istakli smo osnovne elemente vezane za značaj primene Cash Management-a proizvoda u procesima unapređenja likvidnosti. Drugi deo posvetili smo predstavljanju osnovnih, specijalnih i grupnih proizvoda Cash Management-a. U poslednjem delu rada analizirali smo njihovu implementaciju u poslovnu praksu banaka i kompanija koje posluju u Republici Srbiji.

U istraživanjima u radu polazimo od hipoteza, od kojih bi prva bila: Novi inovativni proizvodi Cash Management-a i mogućnosti centralizovanog načina upravljanja novčanim sredstvima kompanije su u funkciji unapređenja procesa upravljanja i planiranja likvidnosti. Druga hipoteza bi glasila: Proizvodi Cash Management-a utiču na nivo profitabilnosti i smanjenja troškova kako kompanija tako i banaka. Polaznu hipotezu u radu pokušali smo da dokažemo kroz analizu širokih mogućnosti izbora bankarskih proizvoda za unapređenje likvidnosti i navođenjem primera za kompaniju u Srbiji – Naftnu industriju koja je usvojila centralizovano upravljanje novčanim sredstvima. Primenjeni metod za procenu likvidnosti odnosi se na analizu izveštaja o novčanim tokovima – Cash Flow izveštaj. S obzirom na poverljivost podataka iz poslovanja i banaka i privrednih društava kvantitativni podaci u radu su hipotetički kako bi se predstavila osnovna suština značaja proizvoda

Cash Management-a. Drugu navedenu hipotezu dokazali smo putem pozitivnih činjenica o isplativosti novih bankarskih proizvoda.

Osnovna intencija ovog rada je da doprinese unapređenju procesa liberalizacije bankarske regulative i razvoja svih proizvoda Cash Management-a u Republici Srbiji. Neophodna je podrška implementaciji savremenih bankarskih proizvoda za upravljanje novčanim računima i u poslovanje drugih, po veličini manjih, a ne samo velikih multinacionalnih kompanija.

1. MOGUĆNOSTI PRIMENE CASH MANAGEMENT PROIZVODA U PROCESIMA UNAPREĐENJA LIKVIDNOSTI

Upravljanje likvidnošću, kao najvažnija funkcija svake kompanije, zahteva veliku kreativnost, brzo i efikasno reagovanje i odlučivanje u uslovima stalno rastućih promena u makro i mikro okruženju. Proces upravljanja temelji se na finansijskim planovima, finansijskim proračunima, kontinuiranom prognoziranju finansijskih priliva, usklađivanju sa potrebnim plaćanjima, kao i finansijskom kontrolingu i regulatornom informisanju (prema Barjaktarović, Marković, 2014, str. 50).

Likvidnost odnosno kratkoročna finansijska sigurnost predstavlja sposobnost kompanije da bezuslovno i na vreme u potrebnom iznosu izmiri svoje dospele obaveze sa obezbeđenjem kontinuiranog nastavka svog poslovanja bez narušavanja kreditne sposobnosti. Analiza likvidnosti može se raditi upotrebom: Racio brojeva

likvidnosti i Analizom novčanih tokova (Cash Flow izveštaja). Izabrana metoda za analizu likvidnosti u radu je na osnovu Cash Flow izveštaja. Cash Flow izveštaj govori prvenstveno o likvidnosti koja predstavlja sposobnost kompanije da plati kratkoročne obaveze. Dva osnovna pitanja na koja izveštaj o tokovima gotovine daje odgovor jesu koji su izvori gotovine jedne kompanije i u koje svrhe se taj novac koristi. Novčani tokovi se smatraju krvotokom jedne kompanije, u pitanju je finansijska kategorija koja prati tok novca koji ulazi u poslovanje kompanije na temelju naplate potraživanja po osnovu prodaje robe, proizvoda, usluga i ostalih potraživanja i novca koji izlazi iz poslovanja kompanije na temelju gotovinskih plaćanja za osiguranje neophodnih činilaca proizvodnje i prodaje gotovih proizvoda, robe i pružanja usluga. Tokovi vrednosti iskazani u bilansu uspeha nisu dobra podloga za upravljanje likvidnošću kompanije. Bilans uspeha prati tokove vrednosti izražene kroz prihode i rashode. Važnost izveštavanja o tokovima primanja i izdavanja novca determinisana je, s jedne strane, značajem koju likvidnost ima u procesu obezbeđenja nesmetanog funkcionisanja kompanije i nemogućnošću drugih finansijskih izveštaja da na pravi način osvetle poziciju likvidnosti kompanije, dok, s druge strane, pokazatelji likvidnosti i sigurnosti zasnovani na novčanom toku podižu kvalitet racio analize kao druge metode za ocenu likvidnosti koja se zasniva samo na informacijama iz bilansa stanja i bilansa uspeha.

Izveštaj o tokovima gotovine, kada se koristi zajedno sa ostalim

finansijskim izveštajima, pruža informacije koje omogućavaju korisnicima da procene:

- promene neto imovine entiteta;
- njegovu finansijsku strukturu;
- likvidnost i solventnost;
- sposobnost da utiče na iznos i vremensko određenje tokova gotovine.

Sposobnost plaćanja ugovorenih obaveza zavisi od sposobnosti kompanije da u adekvatnom roku obezbedi gotovinu ili lako utrživu aktivu o dospeću svojih finansijskih obaveza.

Svaka kompanija ima sopstvenu metodologiju za planiranje i upravljanje rizikom likvidnosti. Analizirana kompanija u radu, Naftna industrija Srbije, svoje procene likvidnosti radi na dnevnom nivou primenom Cash Flow izveštaja. Procene se rade za matičnu kompaniju NIS a.d i njena zavisna preduzeća u zemlji (Naftni Servisi, Tehnički Servisi, Transport i Naučno tehnološki centar) i u inostranstvu (zavisna preduzeća u Rumuniji, Bugarskoj i Bosni i Hercegovini). Kod planiranja likvidnosti procenjuju se budući novčani tokovi kompanije i analiziraju mogućnosti obezbeđenja likvidnosti. Sama procena likvidnosti se menja iz dana u dan. Planski period za procenu je tri meseca (procena za tekući mesec i planovi za naredna dva) kada se rade projekcije priliva i odliva novčanih tokova.

U Tabeli 1. naveli smo zbirne procene Cash Flow izveštaja za kompaniju (maticu i zavisna preduzeća). NIS matica u svojoj proceni obuhvata i kretanje novčanih tokova za blokove kompanije: Promet, Istraživanje i proizvodnja, Rafinerija, Prerada i Servisi i Energetika. Procene

za zavisna preduzeća u zemlji i inostranstvu (gore navedeni) su takođe zbirne. Cash Flow izveštaj sastavljen je primenom direktne metode. Sastoji se iz tri dela: Operativnog, Investicionog i Finansijskog. Zbog pojednostavljenja analize prikazali smo samo zbirne podatke svake linije Cash Flow izveštaja. U okviru operativne linije Cash Flow izveštaja prate se podaci o prilivima od kupaca, obaveze za takse, carine, PDV i akcizu, interni odnosi o pozajmicama između matice i zavisnih društava, kamatni prilivi i odlivi (interni i prema trećim licima) i kursne razlike. U delu investicionog Cash Flow izveštaja prikazuju se troškovi za investiciona ulaganja. Finansijski Cash Flow prikazuje nam kretanja zajmova i otplata u poslovanju sa bankama i finansijskih zajmova i otplata interno između centrale kompanije i zavisnih preduzeća. Upravo je cilj ovog rada predstavljanje mogućnosti za unapređenje likvidnosti u finansijskom delu Cash Flow izveštaja primenom Cash Management proizvoda – Cash Pooling-a. Optimizacijom procesa zaduživanja sa bankama stvaraju se uštede u vremenu potrebnom za podnošenje zahteva za kredit jer će kompanija koristiti raspoloživa sredstva na svom centralnom računu i na taj način neće ugroziti likvidnost. Pozitivna strana je i novčana ušteda izražena u vidu nižih troškova za kamatne stope kada se koriste kompanijska sredstva dostupna na centralnom računu.

Prema podacima u Tabeli 1. bitna su kretanja na pozicijama operativnog, investicionog i finansijskog Cash Flow-a za dobijanje podatka o mesečnom stanju gotovine na kraju

Tabela 1. Cash Flow izveštaj NIS a.d. i zavisna preduzeća (u mil. RSD i mil. EUR)

	NIS matica - zbirno	Zavisna preduzeća u zemlji	Zavisna preduzeća u inostranstvu
Operativni Cash Flow	5.000m. RSD	-750m. RSD	-2m. EUR
Investicioni Cash Flow	-3.500m. RSD	-250m. RSD	-0.5m. EUR
Slobodna novčana sredstva	1.500m. RSD	-1.000m. RSD	-2.5m. EUR
Finansijski Cash Flow	-3.500m. RSD	980m. RSD	2.1m. EUR
Ukupni Cash Flow	-2.000m. RSD	-20m. RSD	-0.4m. EUR
Stanje na početku meseca	6.000m. RSD	160m. RSD	3.5m. EUR
Stanje na kraju meseca	4.000m. RSD	140m. RSD	3.1m. EUR

Izvor: Podaci u radu su hipotetički primer autora rada (2016)¹

meseca koji mora biti pozitivan da bi kompanija bila likvidna. U tabeli vidimo da su vrednosti gotovine na kraju meseca pozitivni (NIS matica 4.000m RSD, zavisna preduzeća u zemlji 140m. RSD, zavisna preduzeća u inostranstvu 3.1m EUR). S obzirom na činjenicu da zavisna preduzeća u inostranstvu nemaju mogućnost eksternog finansiranja, finansijska sredstva povlače od matične kompanije. Finansijski Cash Flow zavisnih preduzeća u inostranstvu sastoji se od povlačenja pozajmica za izmirivanje operativnih i investicionih troškova i depozita koji se oročavaju da bi kompanija stvarala prilive od kamata na oročena sredstva. U ukupnom iznosu finansijskog dela Cash Flow izveštaja za matičnu kompaniju nalaze se iznosi koji čine interkompanijske date zajmove zavisnim preduzećima u zemlji i otplate za sredstva koje matično preduzeće povuče od njih u periodima njihove likvidnosti i sredstva depozita.

¹ Objašnjenje – Oznake u tabeli i tekstu u m. RSD i m. EUR predstavljaju kvantitativnu vrednost u milionima dinara i evra.

kao i eksternih kredita i otplate prema bankama. U finansijskom delu Cash Flow izveštaja za zavisna preduzeća u zemlji njihov ukupni iznos čine otplate za interkompanijske zajmove i sredstva koja su data matici. Njihov cilj je da svoja plaćanja i obaveze usklade sa matičnim poslovanjem i raspoloživom gotovinom na centralnom računu. Iz navedenog primera shvatamo kompleksnost procesa upravljanja likvidnošću kada postoje zavisni odnosi između matičnog preduzeća i njenih ćerki – firmi. Upravljanje interkompanijskim kreditima postaje ključno u procenama likvidnosti.

U cilju poboljšanja likvidnosti kompanija i obezbeđivanja dugoročne profitabilnosti razvijaju se i novi bankarski proizvodi Cash Management-a. Takođe, kompanije pored toga očekuju i da ostvare smanjenje transakcionih troškova kod banaka i optimizuju kamatni prihod putem planskog upravljanja očekivanim novčanim prilivima i odlivima, realizacijom povoljnijih

kreditnih linija, kao i pravovremenim investiranjem kompenzacionog salda na tekućim računima kod banaka. Cilj poslovne saradnje između kompanije i banke jeste prikupljanje, upravljanje i distribucija finansijskih sredstava pod najpovoljnijim uslovima realizacije finansijskih usluga od strane poslovne banke, kako bi se obezbedila likvidnost, povećala profitabilnost, a sa druge strane minimizirao rizik u poslovanju kompanije.

Cash Management predstavlja korporativni proces prikupljanja i upravljanja gotovinom. To je ključna komponenta obezbeđivanja finansijske stabilnosti i likvidnosti kompanije. Upravo iz tog razloga savremena bankarska industrija smatra da Cash Management treba da bude deo osnovne delatnosti banaka i njihovih poslovnih funkcija jer je efikasno upravljanje gotovinom i likvidnošću kompanije od izuzetnog značaja kako za domaće tako i međunarodne klijente u uslovima globalizacije tržišta i povećanja konkurencije. Aktivni korisnici tj. međunarodne kompanije očekuju od banaka rešenja koja će aktivno podržati njihovo upravljanje likvidnošću i putem proizvoda Cash Management-a dati mogućnost da svoje operativne aktivnosti obavljaju širom sveta ili da omoguće koncentraciju poslovnih operacija u tzv. zajedničkom (eng. *treasury*) centru. U prilagođenim lokalnim i međunarodnim rešenjima upravljanja gotovinom banke uglavnom zadovoljavaju potrebe kompanija za proizvodima tj. alatima koje koristi tzv. Cash Management.

Ponuda za kompanije, kao i finansijske i nefinansijske institucije u bankarskom sektoru kreće se od

tradicionalnih platnih proizvoda – dinarskog i deviznog platnog prometa, elektronskog i mobilnog bankarstva, bankomata i kartica, do kompleksnih međunarodnih Cash Pooling-a, kao i sofisticiranih specijalnih rešenja i proizvoda Cash Management-a. Dakle, banke kao poslovni partneri kompanijama treba da omoguće određene koristi od znanja koja poseduju bankarski stručnjaci u efikasnom i fleksibilnom upravljanju gotovinom i likvidnošću.

I inovativna rešenja dobijena putem proizvoda i aktivnosti Cash Management-a u bankama su u funkciji ostvarivanja najznačajnijih ciljeva kompanija odnosno njihove dugoročne profitabilnosti i optimalnog upravljanja pozicijom likvidnosti.

Sa ciljem izbora adekvatne poslovne banke koja nudi odgovarajuće alate i proizvode Cash Management-a, nacionalne i međunarodne kompanije moraju znati i odgovore na sledeća pitanja (autori prema Polak, 2010, str. 91 i prema Pobrić, 2016, str. 143):

- koja je zakonska i poreska regulativa zemalja u kojima kompanija posluje;
- kako kompanije da zadovolje različita regulatorna rešenja;
- kako kompanija da implementira različite bankarske prakse u različitim bankarskim sistemima;
- u kojoj valuti da prikuplja i deponuje novčana sredstva;
- gde da locira glavni, tzv. trezorski ili centralni račun;
- koliki su troškovi implementacije proizvoda Cash Management-a;
- sa koliko banaka kompanija treba da posluje;
- kako struktura centra utiče na

rizik poslovanja grupe;

– kako da se postigne dugoročna efikasnost nove strukture za upravljanje likvidnošću u kompaniji, kao i druga pitanja.

Na osnovu istaknutog, kompanije moraju sagledati efekte primene instrumenata Cash Management-a na tokove gotovine kompanije i obezbediti maksimalnu profitabilnost u poslovanju sa novcem, smanjiti transakcione troškove, planski upravljati očekivanim prilivima i odlivima, obezbediti povoljne kreditne linije, pravilno investirati kompenzacioni saldo na računima i svesti rizik svog poslovanja na minimum. Svrha je da kompanije posluju sa jednom poslovnom bankom ili minimalnim brojem banaka koje pružaju kvalitetne usluge Cash Management-a. Na taj način kompanije bi obezbedile najpovoljnije uslove realizacije bankarskih usluga. Njihovi raspoloživi depoziti kod poslovne banke kompenzovali bi cenu usluge zahvaljujući dobrim softverskim rešenjima u bankama i uspostavljenim korespondentskim odnosima sa nacionalnim i međunarodno aktivnim poslovnim bankama.

2. OSNOVNI, SPECIJALNI I GRUPNI PROIZVODI CASH MENADŽMENTA

Zahvaljujući razvoju informacionih tehnologija i zadovoljavanju stalno rastućih potreba kompanija za optimalnom likvidnošću i efikasnom upravljanju tokovima novca dolazi se do razvoja Cash Management proizvoda u ponudi banaka. U nacionalnim i međunarodno aktivnim poslovnim bankama stalno se

unapređuju i razvijaju inovativni proizvodi Cash Management-a koje možemo podeliti u 3 grupe: osnovni, sofisticirani tj. specijalni i grupni proizvodi Cash Management-a (prema veb sajtu Raiffeisen bank International Wien/Cash Management, pristup veb sajtu 19.9.2016.)

1. Osnovni proizvodi Cash Management-a su: otvaranje i vođenje tekućeg računa u domaćoj i stranoj valuti, plaćanje i naplata u domaćem i deviznom platnom prometu, elektronsko bankarstvo, m-banking, platne kartice, instaliranje POS (eng. *Point on Sales*) terminala i bankomata (ATM eng. *Automated Teller Machine*), naplata potraživanja ili Direct Debit, prikupljanje gotovine sa adrese klijenta ili eng. Cash Collection, isporuka gotovine na adresu klijenta ili eng. Cash Delivery i Cash Management Account Web Bill koji je sa razvojem informacionih tehnologija i inovativnih rešenja u ovom segmentu prešao iz kategorije specijalnih u osnovne proizvode tj. alate Cash Management-a. U ovom delu rada što se tiče osnovnih proizvoda Cash Management-a tzv. instrumenata platnog prometa šire smo objasnili Direct Debit i Cash Management Account Bill pošto su drugi prethodno navedeni osnovni proizvodi jednostavni i poznati kako bankama, tako i kompanijama. Grupa osnovnih proizvoda Cash Management-a sve više prelaze u ruke agencija koje uslužno rade ovu vrstu posla, dok banke sa razvojem IT sektora, softverskih rešenja, znanja, kao i internacionalizacije i globalizacije poslovnog sektora idu u korak sa kompanijama i stalno

usavršavaju sofisticirane tj. specijalne i grupne proizvode Cash Management-a. Iz tog razloga u radu ćemo šire prikazati glavne karakteristike i koristi koje imaju kompanije od primene specijalnih i grupnih rešenja i proizvoda Cash Management-a.

Direct Debit predstavlja osnovni proizvod Cash Management-a. U komplikovanim procesima naplate potraživanja i radu sa velikim brojem kupaca kompanije koriste proizvod Direct Debit kako bi olakšale veliki posao finansijskim direktorima. Ova Cash Management usluga predstavlja jednu vrstu trajnog naloga pomoću kojeg banka, na osnovu ugovora sa klijentom, vrši naplatu potraživanja prema instrukcijama koje kompanije kao poverioci dostavljaju banci, prema datumu valute, koji može glasiti i na buduće dane. Kao jedan od proizvoda Cash Management-a ova usluga daje mogućnost upravljanja finansijama u skladu sa potrebama kompanije. Korišćenjem ovog servisa, proces naplate potraživanja u svakodnevnom poslovanju je jednostavan, automatizovan i znatno ubrzan, sa znatnom uštedom vremena i ažurnom evidencijom o kupcima. Takođe, banka svakodnevno elektronskim putem obaveštava o klijentima koji su ovlastili banku da u njihovo ime i za njihov račun vrši plaćanje obaveza prema kompaniji. Podatke o izvršenim plaćanjima banka putem izvoda tekućeg računa šalje dužniku i kompaniji. Prednosti korišćenja usluge Direct Debit za klijenta-poverioca su: racionalnija i efikasnija naplata potraživanja i besplatna usluga, a za klijenta-dužnika: 40% manja tarifa platnog prometa i blagovremeno

izvršavanje obaveza bez dodatnog angažovanja.

Cash Management Account Bill predstavlja elektronski izvod Cash Management računa sa funkcijom umanjenja transakcionih troškova i optimizacije kamatnih prihoda. Cilj je obezbediti optimalnu likvidnost kompanije, tačno finansijsko planiranje i prognoze, unaprediti funkciju kontrolinga i informisanje putem kratkoročnih investicija (prema veb sajtu Raiffeisen bank International Wien, Cash Management 2016 i veb sajtu Banca Intesa ad Beograd, pristup 20.9.2016).

2. Specijalni proizvodi Cash Management-a su: Cash Management Account Web Bill, koji smo objasnili u prethodnoj tački, a kod nekih banaka je još uvek u ovoj kategoriji pošto nisu unapredile ponudu proizvoda; Effective Pooling, National Pooling, Collection&Disbursement Account.

Effective Pooling i National Pooling odnosno Cash Pooling predstavlja udruživanje novčanih sredstava odnosno salda na računima kompanija ili grupe povezanih lica. Osnovna razlika između ova dva navedena proizvoda je da Effective Pooling čini efektivno udruživanje sredstava, a National Pooling hipotetičko udruživanje sredstava kao matematički preračun salda na različitim računima grupe povezanih lica. Zato veliki korporativni klijenti koji posluju u sastavu grupe povezanih lica mogu birati poslovnu banku prema kriterijumu spremnosti banke za pružanje ove usluge klijentu. S obzirom da ova usluga nije standardna i da je mogu ponuditi samo najveće i najkvalitetnije banke najvećim

korporativnim klijentima, uvek se pažljivo dogovaraju i pregovaraju, kako bi se zadovoljile specifične potrebe velikih kompanija. Banke koje se izdvajaju po kvalitetnom Cash Pooling-u su sledeće: Citybank, Commerz bank, Deutsche bank, Swedenbank, Raiffeisen bank International, Scotiabank, ABN Amro bank.

Usluga Cash Pooling-a menja tradicionalni način upravljanja u velikim kompanijskim grupama povezanih lica, odnosno menja celokupnu organizaciju upravljanja likvidnošću, osigurava se bolja kontrola sredstava i ostvaruju velike uštede. Tako na nivou multinacionalnih kompanija procenjuje se da su troškovi finansijskih usluga niži u proseku od 35%-45%, uštede se broje u milionima dolara, a smanjen je i broj zaposlenih na finansijskim poslovima. Takođe, ovde treba istaći da Cash Pooling nosi i određeni rizik i to: zavisnost od jedne banke i izloženost riziku poslovanja sa jednom bankom. Postoje i prepreke koje se odnose na poreze, pravna i regulatorna pitanja. Pitanje Cash Pooling-a nije u svim zemljama na isti način regulisano. U nekim zemljama je, na primer, National Pooling zabranjen, dok je u mnogima izuzetno skup, a postoje i različiti poreski sistemi i obaveze izveštavanja banaka prema matičnim centralnim bankama.

Osnovni oblici Cash Pooling-a su: Zero i Target Balancing Effective Pooling i National Pooling, ali sa razvojem softverskih rešenja i znanja došlo je do razvoja novih ponuda proizvoda Cash Management-a (prema veb sajtu Raiffeisen bank International Wien, 2016, pristup 21.09.2016) i to:

– **International Liquidity Management with Cash Pooling** odnosno internacionalni menadžment za likvidnost sa Cash Pooling-om koji obuhvata centralizovano upravljanje likvidnošću i optimizaciju prihoda od kamate međunarodno aktivnih klijenata bez obzira da li se njihov račun nalazi u banci čerci ili u banci partneru u okviru grupacije banke ili partnerske banke sa nizom efikasnih rešenja lokalne ili prekogranične Cash Pooling strukture.

– **Cash Pooling Zero Balancing** omogućava dnevni transfer dugovnih i potražnih salda sa pojedinačnih računa članova grupe poveznaih lica na račun koji se nalazi u centrali banke tzv. Master Account, gde se na kraju dana sva raspoloživa novčana sredstva, uključujući i korišćenje pozajmica po tekućim računima, nalaze na Master računu na koji se obračunava i pripisuje kamata.

– **Cash Pooling Interest Compensation (National Pooling)** je fiktivno udruživanje sredstava odnosno matematički preračun salda na različitim računima grupe povezanih lica gde se salda na računima fiktivno, na dnevnoj osnovi, transferišu na interni klirinški račun. Prednost ovog korišćenja jeste što se zarađenim kamatnim prihodom pokrivaju kamate na korišćene pozajmice po tekućim računima.

– **Cross-border Target Balancing** je proizvod namenjen klijentima koji posluju u inostranstvu i imaju povezana lica u međunarodnom okruženju. Klijenti posluju preko bankarske grupe koje obavljaju aktivnosti u istom regionu, odnosno imaju partnerske banke u regionu, gde

je bitno naglasiti da se Master Account nalazi u osnovnoj poslovnoj banci. Cilj ove strukture Cash Pooling-a jeste udruživanje sredstava uz istovremenu optimizaciju prihoda od kamata na Master Account-u, koja se bazira na korišćenju SWIFT poruka MT 940, MT 941, MT 942, MT 101 i MT 103.

– **Cross-border Zero Balancing** predstavlja međunarodno i međubankrasko efektivno udruživanje novčanih sredstava na računima klijenata ili grupe povezanih lica sa izvornom, originalnom valutom plaćanja i sa ciljem optimizacije prihoda od kamata na datum valute.

– **Cross-border Margin Pooling** predstavlja međunarodno i među-valutno hipotetičko optimizovanje prihoda od kamate kompanije u regionu Centralne i Istočne Evrope, gde regulator i zakonodavac ne dozvoljava efektivno udruživanje novčanih sredstava grupe klijenata.

– **Cross-currency National Pooling** predstavlja međunarodno udruživanje novčanih sredstava u različitim valutama grupe povezanih lica, u cilju optimizacije prihoda od kamata uz korišćenje deviznih swopova (npr. devizni F/X swop).

– **Centralized Liquidity Information** predstavlja čisti informacioni proizvod Cash Pooling-a, gde ne postoje međunarodni transferi već je u ponudi samo pregled likvidnosti grupe u domaćoj valuti i konvertibilnoj valuti (EUR/USD).

– **Info Pooling**, kao fleksibilna Pooling opcija, omogućava korisnicima da individualno kontrolišu Pooling transfere. Takođe, ova opcija daje i Pooling sugestije, gde naredni Pooling transfer inicira korisnik koji

nudi zanimljive alternative pogotovo za prekogranične Pooling strukture.

– **Special Services** čine tzv. tailor-made – posebne usluge prema zahtevima klijenata koje nude banke kao što su Cash Management Hotlines, zaštita podataka koji se prosleđuju banci, korišćenje više aplikacija i softvera elektronskog bankarstava, elektronski transferi dokumenata, savetodavne usluge u vezi plaćanja poreza, kao i drugi servisi po zahtevu klijenata.

3. Grupni proizvodi Cash Management-a su:

– **Multicash** predstavlja softver koji podržava sve Cash Management proizvode banke i obezbeđuje razmenu podataka između klijenta i banke.

– **Cash Management International** kao rezultat potrebe kompanija da centralizovano upravljaju likvidnošću, podrazumeva standardizovani proces upravljanja novčanim tokovima na globalnom nivou, primenom jedinstvenog rešenja za elektronsko bankarstvo. Osnovni paketi Cash Management International proizvoda koji su bazirani na korišćenju SWIFT poruka jesu: International Account Information (izvod međunarodnog računa), International Disbursement Service (zahtev za međunarodnim plaćanjem) i International Customer Support Desk koji je na raspolaganju klijentu kao podrška.

– **Unicash (Cash Pool Interest Compensation)** predstavlja vrstu međunarodnog Cash Pooling-a koja je razvijena za međunarodno aktivne klijente koji obavljaju poslovne aktivnosti u Evropi i SAD-u, bazirane na primeni Multicash-a preko centralizovanog Master Account-a

u glavnoj poslovnoj banci. Zadatak klijenta je da definiše koji računi i iz kojih zemalja će se integrisati u strukturu Cash Pooling-a (veb sajt Banca Intesa ad Beograd, Cash Management, pristup 21.9.2016).

– **Cross Border Margin Pooling** je proizvod namenjen multinacionalnim kompanijama za optimizaciju procesa upravljanja aktivnim i pasivnim kamatama i predstavlja vrstu National Pooling-a pošto dolazi do fiktivnog transfera novčanih sredstava. Prednosti ovog grupnog proizvoda su: povoljnije kamatne stope, sigurnost i pouzdanost pri realizaciji novčanih transakcija, laka dostupnost podacima putem interneta i on-line pristup, optimizacija grupnog kamatnog upravljanja i likvidnošću, pouzdan proizvod Cash Management-a za *treasury* klijenata i grupe povezanih lica, lokalno poslovanje članova grupe povezanih lica ostaje lokalno, kao i kamate i zarade u korist lokalnih računa.

3. CASH MANAGEMENT I CASH POOLING U PRAKSI

Predstavljajem Cash Management-a i njegovih proizvoda (osnovnih, specijalnih i grupnih) sa aspekta ponude banaka uvideli smo koliki je njihov značaj i za unapređenje likvidnosti kompanija – u radu analizirane Naftna industrija Srbije, Magna Seating doo Odžaci, Lear Corporation doo Novi Sad, Grundfos Srbija doo prodaja Novi Beograd i Grundfos Srbija doo proizvodnja Indija. Istraživanje našeg rada usmerili smo na analizu stanja i perspektiva na tržištu Srbije. Analizom smo obuhvatili, u prvom delu, implementaciju u bankarskom sektoru,

dok smo u drugom delu istraživanja predstavili primenu proizvoda Cash Pooling-a u praksi.

3.1. Implementacija Cash Management proizvoda u Srbiji

Implementacija proizvoda Cash Management-a sa stanovišta ponude banaka u Republici Srbiji odnosi se, pre svega, na potvrdu da su naše banke razvile osnovne proizvode i “jure” za novim znanjem i inovativnim softverskim rešenjima kako bi pratile strane međunarodne banke i opravdale osnovnu svrhu postojanja široke lepeze Cash Management proizvoda što se prvenstveno odnosi na unapređenje poslovanja naših kompanija, ali i korišćenja bankarskih usluga od strane međunarodnih kompanija koje posluju u našoj zemlji.

Takođe, ovde bismo istakli i iskustvo domaćih banaka sa stranim vlasništvom, odnosno banaka osnovanih stranim kapitalom, pre svega austrijskim i italijanskim, koje su prve uvele neke vrste sofisticiranih tj. specijalnih i grupnih Cash Management proizvoda, kao što su: Raiffeisen bank a.d. Beograd, Banka Intesa a.d. Beograd, Unicredit bank a.d. Beograd i Societe Generale Bank a.d. Beograd (tabela 2).

Sa aspekta ponude banaka u Republici Srbiji za implementaciju proizvoda Cash Menadžmenta potrebno je, pre svega, sagledati sledeće (prošireno autori, prema Barjaktarović, 2010, str. 52):

– zakonsku i poresku regulativu, koja uređuje ovaj segment poslovanja, kao i usklađivanje naših propisa sa propisima EU;

– nivo znanja naših bankara i nivo

Tabela 2. Uporedni pregled proizvoda Cash Management-a u ponudi banaka koje posluju u Republici Srbiji²

Vrsta proizvoda Cash Management-a	Raiffeisen banka	Banka Intesa	UniCredit Banka	Societe Generale banka
Osnovni proizvodi CM:				
Računi dinarski i devizni platni promet	+	+	+	+
E-banking	+	+	+	+
M-banking	+	+	+	+
Kartice	+	+	+	+
POS i ATM	+	+	+	+
Cash Collection	+	+	+	+
Cash Delivery	+	+	+	+
Direct Debit	+	+	+	+
Cash Management Account Web Bill	+	+	+	+
Specijalni proizvodi CM:				
Effective Pooling	+	+	-	-
National Pooling	-	-	+	-
Grupni proizvodi CM:				
Cash Management International	+	+	+	-
E-commerce	+	+	+	-

Izvor: veb sajt Raiffeisen bank a.d. Beograd, veb sajt Banca Intesa a.d. Beograd, veb sajt UniCredit banka a.d. Beograd, veb sajt Societe Generale bank a.d. Beograd (pristup 21.9.2016).

softverskih rešenja za proizvode Cash Management-a;

- nivo znanja i edukacija finansijskih direktora u našim kompanijama;

- primenu CM proizvoda i softverskih rešenja koji su prilagođeni potrebama kompanija u svakodnevnom obavljanju transakcija;

- troškove implementacije i razvoja Cash Management proizvoda;

- specifičnost lokalnog tržišta.

Cash Management proizvodi se stalno unapređuju i razvijaju, a pioniri u ovom segmentu ponude banaka koje posluju u Republici Srbiji su svakako Raiffeisen banka a.d. Beograd i UniCredit banka a.d. Beograd. Kao što se u tabeli 2. može videti, banke osnovane austrijskim i italijanskim kapitalom kod nas su, pored osnovnih

proizvoda Cash Management-a, uspele da uvedu i neki od proizvoda iz grupe specijalnih, odnosno grupnih rešenja (Raiffeisen banka, Banka Intesa i UniCredit banka).

Banke prikazane u tabeli 2. ovog rada (prema Izveštaju za II tromesečje 2016. godine NBS, Sektor za kontrolu poslovanja banaka, septembar 2016. godine) kontinuirano su angažovane na inovativnom razvoju i unapređenju svojih ponuda Cash Management proizvoda, kako bi klijentima obezbedile najsavremenije proizvode i usluge u cilju poboljšanja njihove likvidnosti, i to pre svega zahvaljujući dobrom i razvijenom Sektoru informacionih tehnologija. Takođe, kod Raiffeisen banke, Banke Intesa i UniCredit banke unapređena je i usluga automatskog punjenja, pražnjenja i usklađivanja stanja dinarskih računa pravnih lica sa/na račun istog/

² Napomena: Odabir banaka vršen je na bazi Izveštaja za II tromesečje 2016 godine – Pregled banaka sa najvećim dobitkom na dan 30.6.2016., NBS, Sektor za kontrolu poslovanja banaka (septembar 2016. godine)

drugog pravnog lica (Cash Pooling). Pored postojećih opcija: pražnjenje računa do nule, prenos definisanog iznosa, usklađivanje stanja računa do definisanog iznosa, kao i punjenje računa za iznos naloga na čekanju, omogućene su i sledeće opcije: pražnjenje računa do definisanog iznosa, punjenje računa do nule ili definisanog iznosa, pražnjenje računa za definisan procenat salda i slobodan izbor vremena (od 08:00 do kraja radnog dana) i dana (od ponedeljka do subote) izvršenja naloga.

Pored Cash Pooling-a, u navedenim bankama uvedene su i razvijene sledeće poruke:

– SWIFT poruka MT101 (*eng. Request for Transfer*) koja predstavlja nalog za transfer dinarskih i deviznih sredstava od strane matične firme sa računa potpisnika Ugovora sa bankom (ćerka firma-klijent banke) na račun trećeg lica u zemlji ili inostranstvu. MT101 se koristi za centralizovano upravljanje gotovinom i likvidnošću inostrane kompanije (matična firma) koja je vlasnik firme u Srbiji (ćerka firma).

– SWIFT poruka MT941 (Bilans) odražava presečno stanje klijenta tokom dana odnosno u trenutku generisanja tj. slanja poruke. Na klijentu je da odluči kada i u kojim razmacima će se slati ova poruka. Takođe, uvedena je i SWIFT poruka MT942 (Transakcije na računu) koja služi za slanje informacije o stavkama zaduženja i odobrenja na računu klijenta od momenta poslednjeg slanja MT940 ili MT942, tj. dnevne analitičke promene koje još nisu prošle kroz izvod. Klijent odlučuje kada i kojom dinamikom će se slati poruke.

Sve poruke mogu da se generišu za sve račune klijenta pravnog lica (dinari i strane valute). Poruke omogućavaju inostranoj kompaniji, vlasniku klijenta pravnog lica za čiji račun se šalju poruke, uvid u stanje i transakcije ćerke firme i na osnovu toga centralizovanu kontrolu upravljanja gotovinom i likvidnošću.

Na osnovu prethodno navedenog, za banke osnovane austrijskim i italijanskim kapitalom koje posluju u Republici Srbiji može se zaključiti da idu u korak sa bankama koje posluju na međunarodnom tržištu i da su, zahvaljujući stranom iskustvu i razvoju IT sektora, uspele da putem Cash Management proizvoda obezbede značajan rast profitabilnosti, smanjenje troškova, razvoj e-servisa i dobiju sve veći broj korporativnih velikih klijenata u koje ulažu putem edukacije u segmentu Cash Management proizvoda.

3.2. Implementacija Cash Pooling-a u praksi kompanija Srbije

Unapređenje procesa i svodenje rizika likvidnosti na minimum postaje ozbiljan i izazovan zadatak za finansijske menadžere kompanija. Kako smo u prethodnoj analizi istakli kakve usluge pružaju banke u Republici Srbiji, u ovom delu analize predstavice primenu proizvoda Cash Pooling-a u kompanijskoj praksi. Naftna industrija Srbije je jedna od kompanija koja je prihvatila ovaj savremeni vid upravljanja likvidnošću. NIS Grupu, kao što smo istakli u radu, čine matično preduzeće NIS a.d i njena zavisna preduzeća: Naftagas – Naftni servisi, Naftagas – Tehnički servisi, Naftagas – Transport

i NTC Naftagas – Naučno tehnološki centar. Od 2011. godine, u skladu sa strategijom dugoročnog razvoja kompanije, formirana su i zavisna preduzeća u Bosni i Hercegovini, Bugarskoj, Mađarskoj i Rumuniji, kao i predstavništva u Briselu, Rusiji, Hrvatskoj i Angoli.³ Na nivou NIS Grupe kontinuirano se prati likvidnost sa osnovnim ciljem obezbeđenja dovoljno gotovine za poslove redovnog poslovanja. Kompanija održava nivo neiskorišćenih kreditnih linija kako ne bi ugrozila svoju likvidnu poziciju i prekoračila kreditne limite kod banaka u skladu sa ugovorom o pozajmicama. Projektovanje dobre likvidnosti kompanije podrazumeva dobre planove grupe u pogledu otplate dugova, praćenja i usklađivanja sa internim ciljevima i dnevnim projekcijama novčanih tokova cele NIS Grupe (opisan proces u prvom delu rada). Na osnovu takvih projekcija donose se odluke o potrebama za eksternim zaduživanjima. U cilju povećanja likvidnosti, smanjenja zavisnosti od eksternih izvora finansiranja i smanjenja troškova finansiranja od 1.1.2014. godine u NIS Grupi je na snazi Cash Pooling sistem upravljanja likvidnošću.

Sistem Cash Pooling-a podrazumeva centralizovano upravljanje likvidnošću i finansiranje dela NIS Grupe u Republici Srbiji.⁴ Od polovine septembra 2014. godine kompanija je bila izložena riziku ograničenih mogućnosti eksternog finansiranja zbog sankcija Evropske

unije i Sjedinjenih Američkih Država prema kompanijama koje su u ruskom vlasništvu. Upravo postojanje ovakvih kriznih situacija kreiralo je i potrebu za unapređenjem likvidnosti kompanije. Iz prethodno navedenog, Cash Pooling, kao proizvod Cash Management-a, postaje sve značajniji u procesima upravljanja gotovinom. Naftnoj industriji Srbije je prihvatanje prakse centralizovanog upravljanja novčanim sredstvima u svom poslovanju u Republici Srbiji donelo brojne benefite: povećanje dostupnosti novca, umanjenje kamatnih stopa plaćenih banci, smanjenje rizika ulaganja, povećanje investicionog prinosa, smanjenje deviznog rizika, optimizaciju poslovnog kapitala. Upravo ove prednosti koje se ostvaruju primenom proizvoda Cash Management-a potvrdile su drugu polaznu hipotezu o brojnim benefitima i koristima od primene ovih proizvoda. Cilj njihove primene je udruživanje kreditnih i debitnih stanja na nivou centralnog računa.

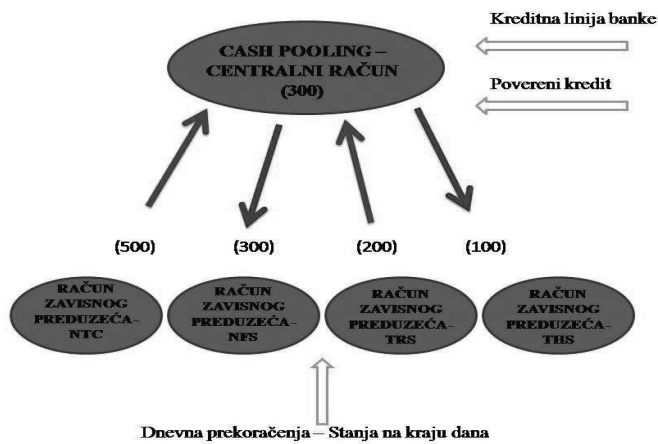
Na Slici 1. opisan je primer centralizovanog upravljanja novčanim sredstvima kompanije. Za sada kompanija sprovodi praksu Cash Pooling-a samo u svom poslovanju matično preduzeće – zavisna preduzeća u zemlji (NTC – Naučno Tehnološki centar, NFS – Naftni servisi, TRS – Transport i THS – Tehnički servisi). Na kraju svakog dana pravi se pregled stanja dnevnih pozajmica i vraćanja kredita od zavisnih preduzeća ka matici i obrnuto.

U Tabeli 3. dat je primer dnevnog pozajmljivanja sredstava primenom bankarskog proizvoda Cash Pooling-a. Vidimo da je u toku jednog dana

3 NIS Gazprom Neft, www.nis.eu, Preuzeto sa: <http://www.nis.eu/o-nama/zemlje-poslovanja>, 30.9.2016

4 NIS Gazprom Neft, Kvartalni izveštaj Q2 2015, Preuzeto sa: http://ir.nis.rs/fileadmin/template/nis/pdf/Reporting/BusinessReports/Serbian/QR_Q2_2015_ser.pdf, 30.09.2016

Slika 1. Cash Pooling u praksi – Novčani tok transakcija



Izvor: Prikaz autora rada (2016)

Tabela 3. Dnevni Cash Pooling

Prilivi		Odlivi	
Pooling čerke daju NIS-u	Čerke vraćaju NIS-u	NIS daje zajam čerki	NIS vraća zajam čerki
4.000.000	29.000.000	65.000.000	0

Izvor: Prikaz autora rada na osnovu hipotetičkih podataka (2016)

interkompanijski priliv u okviru finansijskog dela Cash Flow izveštaja za maticu bio po osnovu vraćanja čerki firmi 29 m. RSD, povlačenja matice iznosa od 4 m. RSD i odliv po osnovu pozajmice NIS-a čerkama firmama 65 m. RSD. Suprotna kretanja u svom Cash Flow finansijskom delu izveštaja su imale čerke – zavisna preduzeća.

Predstavljanjem praktičnog primera na nivou multinacionalne kompanije kao što je NIS pokazali smo da odgovorne kompanije uvode savremene prakse Cash Management-a (u analiziranom slučaju proizvod Cash Pooling-a) u svoje poslovanje i žele da ostvare unapređen proces upravljanja likvidnošću.

Osnovni cilj primene Cash Pooling-a je postignut: došlo je do optimizacije eksternog pozajmljivanja maksimalnom zamenom unutar NIS a.d. i čerki firmi u Republici Srbiji. Na ovaj način kompanija efikasno upravlja slobodnim novčanim sredstvima i unapređuje proces upravljanja likvidnošću.

Takođe, anketirajući finansijske direktore međunarodnih kompanija koje posluju u Republici Srbiji došli smo do sledećih rezultata. Međunarodne kompanije, kao što su Magna Seating doo Odžaci, Grundfos Srbija doo -proizvodnja Indija, Grundfos Srbija doo - prodaja Novi Beograd, Lear Corporation doo Novi Sad i druge,

koriste proizvode Cash Management-a i to kod banaka osnovanih austrijskim i italijanskim kapitalom. Na primer, Magna Seating doo Odžaci koristi usluge Raiffeisen banke, Grundfos Srbija doo proizvodnja Indija i Grundfos Srbija doo prodaja Novi Beograd i Lear Corporation doo Novi Sad koriste usluge UniCredit banke, kako u delu osnovnih proizvoda Cash Management-a tako i u delu korišćenja sofisticiranih proizvoda Cash Management-a.

Uglavnom, što se tiče specijalnih i grupnih proizvoda Cash Management-a, međunarodne kompanije koriste pozajmice od strane matičnih preduzeća putem *Cross Border* kredita, SWIFT poruka i deviznih priliva u vidu finansijskih pozajmica koje se registruju kod naše NBS putem KZ prijava. Takođe, istakli bismo i da Grundfos Srbija doo - proizvodnja Indija i Grundfos Srbija doo - prodaja Novi Beograd koriste kod UniCredit banke prostu vrstu tzv. National Pooling-a zbog svoje grupe povezanih lica u Republici Srbiji i time postižu velike uštede i efikasnije upravljanje procesom likvidnosti (proces isti kao na primeru NIS-a i njegovih povezanih lica u zemlji). Takođe, ove kompanije mogu poslužiti kao primer i nacionalnim kompanijama koje posluju u opciji grupe povezanih pravnih lica u Republici Srbiji.

U cilju dolaska međunarodnih kompanija u našu zemlju, posebnu pažnju treba posvetiti usklađivanju naših propisa sa zakonodavstvom Evropske unije, pogotovo u delu korišćenja sofisticiranih Cash Management proizvoda koji se razvijaju u našim bankama. Naročito se

to odnosi na deo regulative koji uređuje devizni platni promet, a sve u cilju poboljšanja likvidnosti i dugoročne profitabilnosti kako kompanija tako i banaka.

ZAKLJUČAK

Rastuća globalizacija ekonomskih aktivnosti, podstaknuta prednostima informacione tehnologije, jača pritisak na banke da razvijaju nove proizvode. U primerima ovog rada to su novi inovativni proizvodi Cash Management-a. Razvoj ovih proizvoda stalno se unapređuje i u ponudi banaka koje posluju u Republici Srbiji. U radu smo opisali osnovne, specijalne i grupne proizvode Cash Management-a, a kroz uporedni pregled proizvoda Cash Management-a u ponudi banaka došli smo do rezultata da domaće banke uglavnom nude osnovne proizvode za centralizovano upravljanje računima tzv. instrumente platnog prometa, dok su kod banaka osnovanih austrijskim i italijanskim kapitalom uvedeni i neki oblici specijalnih i grupnih proizvoda Cash Management-a, kao kod Banke Intesa, Raiffeisen banke i UniCredit banke.

Sumiranjem rezultata u radu potvrdili smo polaznu hipotezu da inovativni proizvodi imaju uticaj na poboljšanje i unapređenje procesa likvidnosti. Cash Flow analizom na primeru NIS-a, kao metodom za procenu likvidnosti kompanije, videli smo da je kompanija likvidna u tekućem mesecu, pozitivna stanja na računima gotovine na kraju meseca za NIS maticu i zavisna preduzeća u zemlji i inostranstvu (NIS matica 4.000m RSD, zavisna preduzeća u zemlji 140m. RSD, zavisna preduzeća

u inostranstvu 3.1m RSD). Ostvaren je cilj unapređenja procesa likvidnosti u delu finansijske linije Cash Flow izveštaja koji se odnosi na interna međukompanijska kreditiranja i eksterna zaduživanja od banaka. Na praktičnom primeru dnevnog Cash Pooling-a videli smo na koji način se sredstva kreću u internim odnosima kreditiranja. Prilivi za matično preduzeće kada ćerke – zavisna preduzeća vraćaju kredite i kada matično preduzeće povlači sredstva i odlivi za matično preduzeće kada odobrava kredite zavisnim preduzećima i vraća povučene kreditne linije ka njima (priliv za maticu bio je po osnovu vraćanja ćerki firmi 29m. RSD, povlačenja matice iznosa od 4m. RSD i odliv po osnovu pozajmice NIS-a ćerkama firmama 65m. RSD). Suprotna kretanja u svom Cash Flow finansijskom delu izveštaja imale su ćerke – zavisna preduzeća.

Mere sa čijom će implementacijom u praksi doći do poboljšanja likvidnosti preduzeća su: efikasno upravljanje i distribucija raspoloživih sredstava na centralnom računu kompanije koji se vodi kod poslovne banke, niži troškovi pozajmljivanja, unapređenje procesa upravljanja likvidnošću na dnevnom nivou i njenom planiranju na duže staze.

Takođe, posmatrajući praksu drugih međunarodnih kompanija, Magna Seating doo Odžaci, Lear Corporation doo Novi Sad, Grundfos Srbija doo prodaja Novi Beograd, Grundfos Srbija doo proizvodnja Indija, čija su matična preduzeća u inostranstvu, a njihova zavisna preduzeća imaju predstavništva i u Srbiji, došli smo putem ovog istraživanja do

zaključka da je primena proizvoda Cash Management-a zastupljena u poslovnom svetu inostranih i multinacionalnih kompanija kod nas i da su njihova iskustva dragocena za naše kompanije. Ograničenja prilikom sprovedenog istraživanja su sledeća: ne postoji kontinuitet u načinu izveštavanja banaka prema NBS o proizvodima Cash Management-a koje banke nude, različite ponude banaka, različiti nazivi proizvoda, kao i implementacija propisa Evropske unije u domaću bankarsku praksu.

LITERATURA

1. Barjaktarović, L. (2010). Cash Management Koncept. *Bankarstvo* (36-51, br. 3). Udruženje banaka Srbije.

2. Barjaktarović, L. & Marković, M. (2014). Razvoj Cash Management proizvoda u Srbiji i uticaj na profitabilnost banaka. *Bankarstvo* (48-69, br. 5). Udruženje banaka Srbije.

3. Goldmann, K. (2016). Financial Liquidity and Profitability Management in Practice of Polish Business. In *Financial Environment and Business Development* (pp. 103-112). Springer International Publishing.

4. Milošević, M. (2014). Liquidity risk management. *Bankarstvo* 43(1), 12-29.

5. Pobrić, N. (2016). Bitna pitanja kod odlučivanja o centralizovanju upravljanja gotovinom u multinacionalnoj kompaniji. *ACTA Economica*, Ekonomski fakultet Univerziteta u Banja Luci.

6. Polak, P. (2010). Centralization of Treasury Management in a Globalized World. *International Research Journal of Finance and Economics* (6).

7. NIS Gazprom Neft, www.nis.eu, Preuzeto sa: <http://www.nis.eu/otopina/zemlje-poslovanja>

8. NIS Gazprom Neft, Kvartalni izveštaj Q2 2015, Preuzeto sa: http://ir.nis.rs/fileadmin/template/nis/pdf/Reporting/BusinessReports/Serbian/QR_Q2_2015_ser.pdf

9. web site Raiffeisen banka a.d. Beograd, <http://www.raiffeisenbank.rs> 2016.

10. web site Banca Intesa a.d. Beograd, <http://www.bancaintesabeograd.com> 2016; [10] web site UniCredit banka a.d. Beograd, <http://www.unicreditbank.rs> 2016.

11. web site Erste banka a.d. Novi Sad, <http://www.erstebank.rs> 2016.

12. web site Societe Generale bank ad Beograd, <http://www.societegenerale.rs> 2016.

PRIKAZI

Snežana R. STOJANOVIĆ

„EVROPSKO PORESKO PRAVO“

Fakultet za poslovno industrijski menadžment Univerziteta Union – Nikola Tesla, Beograd, 2016.

Područje javnih finansija predstavlja važnu oblast društvenog života i odnosa u svakoj državi. Sa sveopštom globalizacijom, sve većim povezivanjem država u različitim oblastima i posebnim akcentom na stimulisanje investicija u svim savremenim privredama i društvima, brojne i raznovrsne aktivnosti države u ekonomiji nailaze na mnogobrojne izazove. Dinamičnost tih izazova, u oblasti teorije i prakse javnih finansija, dr Snežana R. Stojanović je predstavila u četiri svojevrsta studijska vodiča za naučno-istraživačku delatnost: *Međunarodno poresko pravo*, *Finansije i finansijsko pravo*, *Poresko pravo i Evropsko poresko pravo*. Knjige dr Stojanović su namenski udžbenici za studente Fakulteta za poslovno industrijski menadžment i pravo Univerziteta Union – Nikola Tesla, ali su i predmet pažnje ne samo stručne javnosti, istraživača međunarodne zajednice i međunarodnih odnosa (svih vrsta) – posebno mladih istraživača u Srbiji uključenih u ozbiljno proučavanje beskrajno inspirativnog procesa kakav je izgradnja ujedinjene Evrope i donosilaca odluka u okolnostima iščezavanja granice između unutrašnje i spoljne politike – već i šire publike koja, između ostalog, želi da razume posebnu ulogu javnih finansija u stvaranju ambijenta za realno oporezivanje, kao i da dodatno razvije svest o našoj pripadnosti Evropi – ne samo u geografskom, nego, pre svega, u vrednosnom smislu. Pomenute studije dr Stojanović, koje odlikuju naučna radoznalost, intelektualno poštenje i istraživačka strast, pronađu u savremene oblasti naučnog istraživanja, izuzetno značajan su deo mozaika koji nedostaje domaćoj literaturi za ovaj ogranak javnih finansija i osim znatnog pomaka u pogledu razvoja poreskog odnosno finansijskog prava, doprinose i popularizaciji ove uže naučne oblasti.

Posebno značajan istraživački poduhvat dr Stojanović, koja, uz poznavanje teorije, ima odličan uvid i u finansijsko-pravnu praksu, jeste knjiga *Evropsko poresko pravo* koja osvetljava značajan uticaj procesa evropskih integracija na oblikovanje poreskih sistema država članica Evropske unije. U ovoj studiji autorka je problematiku poreskog prava Evropske unije, relativno novu oblast naučnog istraživanja sa najdinamičnijim razvojem u kojoj se teorija tek oblikuje, postavila u središte društvene i akademske rasprave u pravom trenutku – u jeku globalizacije ekonomskih odnosa i jačanja uticaja međunarodnih organizacija, poput Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD) i Svetske trgovinske organizacije (WTO), koje su doprinele da poreski sistemi, iako različiti među sobom, u izvesnoj meri i konvergiraju. Otuda su u žiži interesovanja evropske javnosti pre globalni trendovi u poreskim sistemima negoli promene koje su svojstvene pojedinačnim državama i izolovane od promena u poreskim sistemima drugih država.

Naslov dela je jasan, celovit i neupitno odgovara sadržaju udžbenika –

razumevanju složenosti poreskog sistema na području Evropske unije, njegovom delimičnom usklađivanju, kao i mogućoj potpunoj harmonizaciji.

Određenje poreskog prava prema evropskom pravu prethodi razmatranju sadržine poreske politike – jedne od zajedničkih politika Evropske unije, koja je po svojoj strukturi, veličini i značaju, jedinstvena integracija država u svetu. Po veličini je jedinstvena, jer predstavlja najveće ujedinjeno svetsko tržište. Po strukturi je jedinstvena jer ne postoji, niti je postojala, druga slična integracija tržišnih demokratija sveta, u pogledu broja zemalja i stepena njihove međusobne povezanosti. Polazeći od činjenice da Evropska unija nije klasična međunarodna organizacija, već „kvazi državni“ entitet međunarodnog javnog prava – to je evropsko poresko pravo zapravo „unutrašnje“ poresko pravo Evropske unije.

Cilj knjige *Evropsko poresko pravo* je da na celovit i sistematičan način upozna čitaoc sa pojmom, sistemom i najvažnijim institutima poreskog i budžetskog prava Evropske unije i poreskim procesima koji se unutar nje odvijaju i oblikuju (kako nacionalno tako i nadnacionalno evropsko poresko pravo), kao i sa najnovijim dešavanjima u domenu teorije i politike evropskog poreskog prava – trendovima u koncipiranju i reformama poreskih sistema, kao i realizovanim i budućim fazama poreske harmonizacije u Evropskoj uniji – te da ukaže na pozitivne i negativne strane poreske saradnje u EU.

Predmet studije obuhvata izučavanje poreskog prava Evropske unije i specifičnost odnosa koji se u okviru zajednice evropskih država uspostavljaju.

Nastojanje dela je da pruži prikaz ključnih istorijskih momenata u razvoju evropskog poreskog prava, uvide u sve što iza njega stoji i da prikaže preduslove za uspeh određenih mera, ali i alternative koje tvorcima poreske politike stoje na raspolaganju.

Glavno polazište knjige je da postoji još mnogo prostora za unapređenje ekonomske integracije u Evropi putem Evropske unije i da je od izuzetne važnosti temeljno upoznavanje čitalaca sa svim segmentima poreske politike Evropske unije, te njihovo osposobljavanje za sopstvenu ocenu koristi i troškova integracije.

Studija *Evropsko poresko pravo* predstavlja važan dodatak teorijskom fondu znanja srpske naučne zajednice jer sadrži originalan naučni doprinos unapređivanju istraživanja poreske harmonizacije i pravaca razvoja poreskih sistema država članica Evropske unije. Razumevanje pravnog sistema EU je od fundamentalnog značaja ne samo za nauku poreskog prava u Republici Srbiji, već i za primenu našeg poreskog zakonodavstva, odnosno razvoj celokupnog srpskog poreskog okruženja. Poseban naučno-društveni značaj studije proističe iz naučne aktuelnosti problema kojim se bavi (normativna pravila poreske saradnje u EU), kao i unapređenja teorijsko-analičkog pristupa razumevanju poreskog prava EU. Imajući u vidu širenje Evropske unije i, nadamo se, skori prijem u njeno članstvo Republike Srbije, i nastojanje naše zemlje da u celosti usvoji pravne tekovine Evropske unije i osigura njihovo potpuno sprovođenje i primenu, knjiga dr Stojanović je i svojevrsan manifest, jer uvodi akademsko obrazovanje u Srbiji u savremene tokove.

Metodološka vrednost dela je, između ostalog, u tome što se jasno prepoznaje primena skoro svih poznatih i priznatih naučnih metoda relevantnih za naučnu

oblast pravnih nauka odnosno užu naučnu oblast javnih finansija i poreskog prava, to jest naučnu disciplinu pod nazivom Poresko pravo Evropske unije ili Evropsko poresko pravo (sadržina discipline je ista, kako na fakultetima u Srbiji tako i u inostranstvu). Primenjeni različiti metodološki pristupi istraživanju omogućili su autorki da identifikuje ključne teme evropskog poreskog prava i predstavi pouzdane i celovite rezultate istraživanja. Osim opštih metoda izrade naučnog teksta kao što su deskriptivni, funkcionalni i induktivno-deduktivni metod, u studiji je primenjen i normativno-dogmatski i komparativni metod. Valja navesti i metod pojedinačnog slučaja (*case study*): uz uporednu analizu pojedinačnih normi EU prava i nacionalnog prava iz oblasti direktnog oporezivanja, u knjizi je korišćen i značajni metodološki instrument – metod pojedinačnog slučaja, kojim se analizira sudska praksa Suda pravde Evropske unije (SPEU). Na ovaj način studija doprinosi ne samo kreiranju *de lege ferenda* nacionalnih rešenja, već i boljoj interpretaciji i određivanju načela evropskog prava, kao i njihovoj primeni u pravnom sistemu Republike Srbije. Ovaj metodološki pluralizam nije isključio upotrebu i nekih drugih naučnih prilaza u studiji (aksiološki, ontološki, logički).

Redosled izlaganja u knjizi prati logiku uvođenja u zadatak temu istraživanja koja se, potom, detaljnije razrađuje. Obuhvat pitanja u udžbeniku razlikuje se od onih obuhvaćenih udžbenicima namenjenih izučavanju poreskog prava, jer se i pravni sistem Evropske unije bitno razlikuje od nacionalnih pravnih sistema. Ipak, sadržajem su obuhvaćena sva ona pitanja kojima se bave univerzitetski udžbenici posvećeni poreskom pravu Evropske unije.

Rukopis studije prezentiran je na preko dve stotine stranica – optimalnom obimu za razumevanje materije. Karakteristike poreskog prava EU iznete su u knjizi pristupačno i direktno, u skladu sa visokim naučnim kriterijumima i didaktičkim zahtevima najnovije pedagoške prakse. Udžbenik je strukturiran u četiri logički povezane celine, koje se sastoje od po nekoliko glava. Knjiga sadrži kratak Predgovor i Bibliografiju. Sadržina dela je organizovana tako da čitalac lako može odabrati odgovarajuću glavu i tako će prostudirati bilo koji aspekt poreskog prava Evropske unije.

Unutar prvog dela knjige „Osnovi prava Evropske unije i njenog poreskog prava“, koji se sastoji od tri glave, „Nastanak i razvoj Evropske unije“, „Izvori prava Evropske unije“ i „Izvori evropskog poreskog prava“, objašnjeni su osnovi prava Evropske unije i njenog poreskog prava.

Drugi deo udžbenika, „Poreska harmonizacija u Evropskoj uniji“, čine tri glave, „Harmonizovanje u oblasti neposrednih poreza“, „Harmonizovanje posrednih poreza“ i „Carinska unija“. Ova najobimnija celina knjige skreće pažnju na kompleksno pitanje poreske harmonizacije, ukazuje da evropska integracija i globalizacija podrazumevaju veću međuzavisnost poreskih politika zemalja i sadrži detaljnu pravnu analizu procesa poreske harmonizacije i njene domete, pre svega, u domenu usklađivanja neposrednih poreza (u manjoj meri) putem direktiva kojima se reguliše oporezivanje dohotka korporacija. Dalje sledi prikaz normativnog stanja u oblasti harmonizacije posrednih poreza (PDV-a, akciza i carina) i naznaka da su određene poreske razlike između zemalja članica EU prihvatljive i razumne, ali da

one ne treba da naruše koristi od harmonizacije njihovih poreskih sistema.

Treći deo „Poreska konkurencija i borba protiv izbegavanja plaćanja poreza u Evropskoj uniji“ sastoji se od dve glave, „Pravična ili nepravična poreska konkurencija“ i „Obezbeđivanje pravičnog i efikasnog oporezivanja kompanija na unutrašnjem tržištu“ i posvećen je pitanjima procesa poreske konkurencije u okviru unutrašnjeg tržišta Evropske unije, uz navođenje osnovnih dokumenata kojima se nastoji rešiti problem nepravične poreske konkurencije. Ovaj fenomen je najčešće povezan sa poreskom evazijom tako da autorka pažnju dalje usmerava na analizu regulative i mera koje se preduzimaju na nivou EU u cilju obezbeđenja pravičnog i efikasnog oporezivanja kompanija na unutrašnjem tržištu.

Četvrti deo „Saradnja i razmena poreskih informacija između država članica Evropske unije“ čine tri glave, „Administrativna saradnja u oblasti neposrednih poreza“, „Administrativna saradnja u oblasti posrednih poreza“ i „Direktiva o uzajamnoj pomoći u oblasti naplate poreskih potraživanja“. Ova celina posvećena je razmeni informacija između država članica kao značajnom instrumentu kojim se obezbeđuje poreska transparentnost unutar Evropske unije radi prevencije utaje poreza i izbegavanja poreza i prikazuje osnovne pravne dokumente koji regulišu ovu oblast. U ovom poslednjem delu studije posebno je akcentirano da poboljšanje administrativne saradnje nacionalnih poreskih administracija sve više dobija na važnosti jer je ona neophodna za efikasnu realizaciju nacionalnih poreskih sistema u savremenim globalizovanim uslovima.

Autorka se u istraživanju oslanjala na brižljivo odabranu domaću i stranu literaturu, popisanu u impozantnom pregledu Bibliografije korišćenih radova i relevantne nove literature, u kojem čitaoci zainteresovani za određenu oblast mogu pronaći dodatne informacije. Spisak korišćenih izvora u studiji sastoji se iz šest delova: knjige vodećih svetskih specijalista i članci renomiranih stručnjaka u ovoj oblasti, objavljeni u relevantnim naučnim časopisima (49 jedinica); dokumenti evropskih institucija (57 jedinica); pravni akti Evropske unije i drugih međunarodnih organizacija (114 jedinica); predlozi pravnih akata (10 jedinica); odluke Suda pravde Evropske unije (30 jedinica) i internet stranice (16 veb adresa).

Delo sadrži primere iz prakse koji ilustruju promene u vezi sa ovom oblašću izučavanja poreske materije.

Promišljenost, informativnost i preglednost glavne su odlike ovog dela. Stil pisanja je akademski, ali je prilagođen ciljnoj grupi kojoj je ovaj rukopis prevashodno namenjen, odnosno studentima, tako da se složena problematika evropskog poreskog prava izlaže jasnim, jednostavnim, zanimljivim i prijemčivim jezikom, što znatno doprinosi atraktivnosti teksta. Knjigu posebno odlikuju besprekorne znalacke interpretacije i nesvakidašnja erudicija autorke, kao i autentičan, autonomni pristup tematici i istančan smisao za istraživački rad i teorijsko mišljenje. Autorka je uspela ne samo da eksplicira hipoteze od kojih je pošla već i da ih temeljno teorijski dokaže i empirijski proveriti i da tako dođe do naučno relevantnih saznanja i izvođenja validnih zaključaka. Opštu vrednost teksta multiplicira veoma umešno istraživanje, te poentiranje teškoća u usklađivanju poreskog zakonodavstva između različitih zemalja članica i implementacije direktiva Evropske unije u različitim

oblastima poreskog prava. Precizan izbor naučno-stručnih termina i sintagmi, skladan odnos delova i celine, isticanje bitnog i vešto i prikladno korišćenje fusnota pomažu u naglašavanju, sumiranju i usvajanju materije. Intelektualna distanca autorke vidljiva je u svim delovima knjige. Izneta stanovišta su pronašla uporište u originalnim izvorima (najpoznatijim i najznačajnijim studijama vodećih svetskih specijalista iz poresko-pravne naučne oblasti), dokumentima i detaljno proučenoj relevantnoj jurisprudenciji SPEU. U sadržinskom smislu, studija ima vrhunske teorijske i stručne odnosno obrazovne kvalitete: karakterišu je novi uvidi, omogućava osavremenjavanje nastavnog programa u visokom obrazovanju i strukturiranu edukaciju (osnovnu i specijalističku), kao i aktivno učenje. Udžbenik, osim obrazovne, ima i kulturološku misiju koja se ogleda u tome što je autorka progovarajući o globalnoj temi, omogućila i „običnim“ ljudima da nešto nauče o smernicama, zakonima i praksama poreskih sistema Evropske unije.

U domenu poreskog prava Evropske unije dominiraju određene teme, dešavanja i dileme, koje privlače pažnju finansijskih stručnjaka, privrednika i građana – svih koji s porezima imaju dodira. Bez dubinskog razumevanja poreske strukture, njenog usklađivanja i harmonizacije odnosno normi poreskog zakonodavstva Evropske unije i njenih država članica, na koje se Srbija danas oslanja i koje usvaja u sopstveno zakonodavstvo, naša zemlja je osuđena na učestale probleme ne samo u njihovom tumačenju nego i u svakodnevnoj primeni. Dr Snežana Stojanović prepoznaje da su osnov i cilj kome norme teže međusobno znatno podudarniji od samih odredbi poreskih zakona različitih država, te u knjizi prezentuje osnovnu aparaturu koja bi trebalo da omogući da se probijanje skučenih okvira jedne države i njenog poreskog zakonodavstva uspešno odvija. Studija Evropsko poresko pravo koja jezgrovito prikazuje najvažnije aktivnosti i pravne osnove koji se odnose na proces harmonizacije poreza u okviru Unije, kao i na strukturu prihoda i rashoda budžeta EU, predstavlja neideologizovani putokaz o normativnim saznanjima u oblasti oporezivanja u Evropskoj uniji potrebnim za dalju simplifikaciju poreskog sistema Republike Srbije, smanjenje velikog broja fiskalnih instrumenata i veći stepen decentralizacije u skladu sa principom supsidijarnosti, proklamovanim u Evropskoj uniji.

Dr Biljana VITKOVIĆ

UPUTSTVO AUTORIMA

- Dostavljati samo originalne neobjavljene radove.
- Radove pisati na srpskom (latinica) ili engleskom jeziku.
- Radove obavezno dostavljati u elektronskom obliku na adresu casopis.finansije@mfin.gov.rs.
- Rad ne bi trebalo da je duži od 15 strana (prored: single).
- Koristiti font Times New Roman (latin), 11pt za osnovni tekst, 10pt za tabele i grafikone i 9pt za fusnote.
- Rad pisati koristeći Microsoft Word.
- Standardni format stranice je A-4, margine: gornja i donja 2,5 cm, leva i desna 2 cm, prvi red pasusa uvučen 1,25 cm.

Naslov rada

- Srpski i engleski: font 12pt, bold, velika slova, leva margina.
- Ime autora i institucije: font 12pt, bold, mala slova, leva margina.

Sažetak

- Nakon naslova rada i imena autora daje se sažetak, na srpskom i engleskom jeziku, koji bi trebalo da ima od 100 do 250 reči, font 10pt. Poželjno je da se umesto sažetka na engleskom jeziku daje rezime u proširenom obliku (do 1/10 dužine članka) na kraju rada.
- Ključne reči: iza srpskog i iza engleskog sažetka navode se ključne reči, ne više od 10, font 10pt, italic.

Naslovi i podnaslovi

- Za naslove unutar teksta koristiti font 11pt, velika slova, a za podnaslove font 11pt mala slova bold, levi blok.

Tabele i grafikoni

- Tabele i grafikoni ne smeju biti u boji.
- Treba da su jasno označeni na vrhu, sa legendom pri dnu i poređani logičkim redom, koristeći arapske brojeve za numeraciju. Izvor podataka daje se ispod tabele ili grafikona.
- Ukoliko su grafikoni rađeni u Excel-u, dostaviti fajl sa original podacima.
- Ukoliko su grafikoni preuzeti, rezolucija mora biti min. 300dpi.

Navođenje (citiranje) u tekstu

- Izvori koji se koriste u tekstu trebalo bi da budu u zagradi sa

navođenjem prezimena autora odnosno prvog autora, godine izdanja i brojem strane, npr: (Jovanović, 2003; str. 44).

Literatura

- Literatura, na kraju rada, daje se u skladu sa sledećim primerima (APA style of referencing):

Source type Tip izvora	Template Templejt	Reference examples Primeri
<i>Entire book Knjiga</i>	Author, A. A. (Year). <i>Title of book</i> . Location: Publisher. <i>Electronic book:</i> Author, A. A. (Year). <i>Title of book</i> . Retrieved from http://www.xxxxxxx	Murray, R. (2005). <i>Writing for academic journals</i> . Maidenhead: Open University Press. Shotton, M. A. (1989). <i>Computer addiction? A study of computer dependency</i> . Retrieved from http://www.ebookstore.tandf.co.uk/html/index.asp
<i>Book chapter Poglavlje knjige</i>	Author, A. A., & Author, B. B. (Year). Title of chapter or entry. In A. Editor, B. Editor, & C. Editor (Eds.), <i>Title of book</i> (pp. xxx-xxx). Location: Publisher.	Murphy, P. E., Laczniak, G. R., Bowie, N. E., & Klein, T. A. (2006). Ethical reasoning and marketing decisions. In P. E. Murphy & G. R. Laczniak (Eds.), <i>Marketing ethics: Cases and readings</i> (pp. 1-42). Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.
<i>Journal article Članak iz časopisa</i>	Author, A. A., Author, B. B., & Author, C. C. (Year). Title of article. <i>Title of Periodical</i> , xx, pp-pp.	Yang, D. (2005). Culture matters to multinationals' intellectual property business. <i>Journal of World Business</i> , 40, 281-301.
<i>Proceedings of meetings and symposia Zbornik radova</i>	Contributor, A. A., Contributor, B. B., Contributor, C. C., & Contributor, D. D. (Year, Month). Title of contribution. In E. E. Chairperson (Chair), <i>Title of symposium</i> . Symposium conducted at the meeting of Organization Name, Location.	Muellbauer, J. (2007, September). Housing, credit, and consumer expenditure. In S. C. Ludvigson (Chair), <i>Housing and consumer behavior</i> . Symposium conducted at the meeting of the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY.

INSTRUCTIONS TO AUTHORS

- Papers submitted for publication should be original unpublished works.
- Papers should be written in Serbian or English.
- Papers should be delivered to the following address:
casopis.finansije@mfin.gov.rs.
- Total length, including tables, figures, references, and notes should not exceed 15 pages (spacing: singl).
- Font used should be Times New Roman, font size 11pt for the basic text, 10pt for tables and figures, and 9pt for footnotes.
- Papers are prepared in the Microsoft Word program.
- The page format is A-4, margins: top and bottom 2,5 cm, left and right 2 cm, the first line indented 1,25 cm.

Paper Title

- Font size: 12pt, bold, capital letters, margin: left.
- The author's name and the institution: font size 12pt, bold, small letters, margin: left.

Abstract

- The title and the author's name are followed by a brief summary. An abstract should be from 100-250 words, font size 10pt.
- Key words: Authors are required to state the key words that best represent the main features of their paper. There should be no more than 10 words (font size 10pt, italic).

Headings and subheadings

- In the text use font size 11pt, capital letters, for headings and 11pt bold, small letters, for subheadings.

Tables and Figures

- Tables and Figures must not use colour.
- They should be clearly labelled at the top, with a legend at the bottom, and should be logically ordered, using Arabic numerals. Sources of the data should be given below tables and figures.
- If graphics are done in Excel, a file with the original data should be submitted.
- If graphics are retrieved, resolution must be min. 300dpi.

Quotations

- Sources used in the text should be given in brackets with the author's surname, the year of the edition, and pages, e.g. (Jovanović, 2003; p. 44).

Literature

- Cited literature should be presented at the end of the paper, in alphabetical order, using APA style of referencing. Examples of references are as follows:

Source type	Template	Reference examples
Entire book	Author, A. A. (Year). <i>Title of book</i> . Location: Publisher. <i>Electronic book:</i> Author, A. A. (Year). <i>Title of book</i> . Retrieved from http://www.xxxxxxx	Murray, R. (2005). <i>Writing for academic journals</i> . Maidenhead: Open University Press. Shotton, M. A. (1989). <i>Computer addiction? A study of computer dependency</i> . Retrieved from http://www.ebookstore.tandf.co.uk/html/index.asp
Book chapter	Author, A. A., & Author, B. B. (Year). Title of chapter or entry. In A. Editor, B. Editor, & C. Editor (Eds.), <i>Title of book</i> (pp. xxx-xxx). Location: Publisher.	Murphy, P. E., Laczniak, G. R., Bowie, N. E., & Klein, T. A. (2006). Ethical reasoning and marketing decisions. In P. E. Murphy & G. R. Laczniak (Eds.), <i>Marketing ethics: Cases and readings</i> (pp. 1-42). Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.
Journal article	Author, A. A., Author, B. B., & Author, C. C. (Year). Title of article. <i>Title of Periodical</i> , xx, pp-pp.	Yang, D. (2005). Culture matters to multinationals' intellectual property business. <i>Journal of World Business</i> , 40, 281-301.
Proceedings of meetings and symposia	Contributor, A. A., Contributor, B. B., Contributor, C. C., & Contributor, D. D. (Year, Month). Title of contribution. In E. E. Chairperson (Chair), <i>Title of symposium</i> . Symposium conducted at the meeting of Organization Name, Location	Muellbauer, J. (2007, September). Housing, credit, and consumer expenditure. In S. C. Ludvigson (Chair), <i>Housing and consumer behavior</i> . Symposium conducted at the meeting of the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY.

CIP – Katalogizacija u publikaciji Narodna biblioteka Srbije, Beograd
336

FINANSIJE: časopis za teoriju i praksu finansija/ Glavni i odgovorni
urednik: Bruno Đuran. –Godina 1. br. 1 (1946.) – Beograd: Ministarstvo
finansija Republike Srbije, 1946. -24 cm.

ISSN 0015 – 2145 – Finansije
COBISS.SR-ID 36631