



1. Уводне напомене

Криза која је крајем 2008. године захватила свет одражава се на повлачење страних инвеститора са финансијских тржишта у Србији. Обзиром да су финансијски систем и финансијска тржишта у Србији још увек недовољно развијена, више доминирају пласмани страног капитала у облику кредита и зајмова него у виду страних директних инвестиција или у виду пласирања капитала на Београдској берзи. Зато се бег страног капитала из Србије прво рефлектовао у виду смањења кредитних пласмана страних банака које су купиле наше финансијско тржиште куповином домаћих банака, јер у условима кризе и смањеног нивоа средстава за инвестиције, расположива средства повлаче из Србије и улажу у своје националне привреде. Смањење је додуше у много мањем обиму него у суседним земљама које су свој „развијенији финансијски систем“ брже од нас имплементирале у светски финансијски систем. Таласи отпуштања радника у банкарском сектору указују на чињеницу да ће можда многе банке са страним логотипом затварати филијале и експозитуре по Србији, пошто су у претходним годинама „убрали кајмак“ на разлици у цени између активних и пасивних камата и реекспортовали га у иностранство. Али овде ћемо се превасходно усредсредити на проблематику повлачења страних улагача са Београдске берзе.

2. Берза као специфичан облик финансијског тржишта

Финансијско тржиште је организовано место на коме се сусрећу понуда и тражња за различитим облицима финансијске активе (у ширем смислу представља било које место на коме се сусрећу понуда и тражња за финансијским инструментима односно финансијском активом). У ужем смислу финансијско тржиште је тачно одређено место, време и простор где се тргује (купује и продаје) финансијским инструментима, под прецизно дефинисаним правилима и условима. Овако уже схваћено финансијско тржиште блиско је појму берзе.

Берза је специфичан облик веома организованог тржишта на коме се обавља промет робе, новца, девиза и капитала изражених у хартијама од вредности (финансијским инструментима). То је место на коме се окупљају посебно овлашћени учесници који повезују суфицитарне субјекте то јест купце финансијских инструмената са њиховим продавцима. На берзу не може доћи било ко већ само овлашћени учесници. Не може неко да прошета Београдском берзом и да успут купи једну, три или пет акција. Строга

правила и процедуре, почев од тога да је предмет трговања на берзи високо стандардизован (типизиран) и заменљив (фунгибилан), па до трговине стандардизованих лотова, регулисана су законом, правилима берзе, обичајима и регулативом и контролном улогом Комисије за хартије од вредности.

Финансијски инструменти морају испуњавати строге услове да би уопште могли бити примљени на листинг берзе и котирани на берзи (котација је процес одређивања цене, односно курса финансијског инструмента, или једноставније формирање цене по којој се продају или купују финансијски инструменти на берзи).

Код робних берзи да би неки производ постао берзански мора испуњавати низ услова, као што су: висок степен стандардизације, фунгибилност, обилност понуде и тражње, висок степен нестабилности цена, постојање високог степена конкуренције у производњи. Због тога берзански производи не морају бити присутни на берзи, пошто и купац и продавац, познајући берзанске стандарде, тачно знају која је роба предмет купопродајног уговора. Уједно се и количине стандардизују, па и на робној и на финансијској берзи тргује се стандардним лотовима (учесници на финансијској берзи могу купити стандардни лот од 100 акција на пример или лот може бити 10 акција уколико је вредност акција велика, за куповину нестандардног лота берзански посредници наплаћују велике провизије, па је таква куповина неисплатива).

Финансијска берза је само место на коме се организује купопродаја финансијских инструмената, што значи да берза не може трговати хартијама од вредности. Њена делатност је организовање јавне понуде хартија од вредности и повезивање понуде и тражње, објављивање информација о понуди, тражњи, тржишној цени хартија од вредности и утврђивање и објављивање курсних листа хартија од вредности. Зато свакога дана у новинама можемо прочитати берзанске извештаје, који потенцијалним инвеститорима дају драгоцене информације.

Београдска берза сада је сиромашна у погледу финансијских инструмената којима се на њој тргује. Предмет трговања на Београдској берзи су углавном акције предузећа и државне обвезнице, док се обвезницама предузећа не тргује. Током деведесетих година на Београдској берзи трговало се углавном комерцијалним записима (то су краткорочне хартије од вредности, припадају групи инструмената дуга, које емитују предузећа). То је било својствено једном неразвијеном и нетржишном финансијском систему. Финансијски систем у Србији био је деведесетих година банкарски орјентисан. За разлику од ове ситуације Београдска берза пре другог светског рата била је једна од берзи високог рејтинга. На њој се трговало девизама, акцијама, обвезницама и робом. Краљевина

Југославија имала је веома развијен финансијски систем и велики број финансијских институција (учесника), од којих је Београдска берза била једна од најзначајнијих институција, као релативно развијено и добро организовано тржиште на коме је доминирао промет акција, које су емитоване као акције, деонице, удеонице, сталне или приоритетне акције. Обвезнице су емитоване као обвезнице, записи, лозови и бонови.

Привилегована народна банка Краљевине Србије основана је 1884. године. Она је емитовала папирне динарске новчанице замењиве за злато или сребро (зачеци тржишта новца). Пласирањем обвезница својих зајмова на европским берзама отворило је врата тржишта капитала држави до тада непознатој страним финансијерима. Први спољни зајам независне српске државе из 1881. године био је намењен изградњи железнице, а зајмови су коришћени и за покриће буџетских расхода.

На основу Закона о јавним берзама, који је донет 1886. године (а потписао га је краљ Милан Обреновић), 1895. године почела је са радом Београдска берза, као мешовита и робна и финансијска берза. После уједињења у Краљевину Срба, Хрвата и Словенаца (1918.), проширивањем надлежности Привилеговане народне банке Краљевине Србије на целу територију Краљевине СХС, настаје Народна банка СХС, а уједно је указом важење одредби Закона о јавним берзама проширено на целу територију Краљевине СХС. На берзама у Београду и Загребу трговало се девизама и валутама. Због повећања тражње на европском тржишту за пољопривредним производима повећани су извозни приходи Краљевине СХС. Извозници све више страног новца пласирају на берзама. Због појаве спекулантских послова који слабе домаћу валуту, а уједно је вредност динара била уздрмана због последица првог светског рата, централна банка је била принуђена да интервенише доларима које је вукла из средстава Блеровог државног зајма, закљученог на америчком финансијском тржишту 1922. године. Због нестабилне вредности домаће валуте на берзи расте тражња за деоницама и државним папирима. Југословенски вредносни папири су на страним берзама били тражено средство плаћања зато што је једино у Краљевини СХС и Италији, у то доба непосредно после првог светског рата, била дозвољена берзанска трговина девизама и валутама. Трговци из других земаља су на својим берзама куповали југословенске вредносне папире, па су их на нашим берзама продавали за девизе.

Али ово је само једна интересантна илустрација, треба да се вратимо тенденцијама на Београдској берзи данас. Берзанско пословање је после другог светског рата у СФРЈ одбачено као нешто својствено капитализму. Закон о берзама, берзанском пословању и берзанским посредницима донет је 1994. године. На основу закона о тржишту новца и тржишту хартија од вредности из 1989. године берза је обновила рад, али као тржиште капитала, да би 1992. године добила назив Београдска берза и тек после 2000. године приметан је благи заокрет од банкарски оријентисаног ка тржишно оријентисаном

финансијском систему, који се одражава на пословање на берзи. Закон о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената донет је 2002. године, а 2006. је усвојен нови закон.

У трговини обвезницама Републике Србије удео страних инвеститора у фебруару 2009. године износи свега 5%. Годину дана раније (у марту 2008.) њихово учешће на овом сегменту берзанског тржишта било је око 26%. У 2005. години учешће страних инвеститора у укупном промету обвезницама бележи значајне варијације. По месецима кретало се од 3% у јулу, до 25% у марту (берзански извештај FIB). Ситуација се у марту 2009. мало поправља, па учешће страних инвеститора у трговини овог инструмента достиже 14%, али у априлу поново опада на 6%. Обвезнице Републике Србије су углавном државни записи (краткорочни), који се емитују (аукцијска продаја) у циљу прикупљања средстава за финансирање буџетског дефицита. Најчешће се емитују са роком доспећа од три месеца (рок може бити 91 дан, или 182 дана) и припадају типу дисконтних хартија од вредности. Државни записи које је током 2009. године емитовао Трезор Републике Србије продавани су на аукцијама, али није постојало интересовање за откуп целокупног обима емисија. Инвеститори ове хартије купују по дисконтној цени а у року доспећа наплаћују номинални износ на који гласи запис. Распон каматних стопа на ове инструменте је у 2004. години на пример од 20,2% до 22,5%. У 2005. години распон минималне и максималне каматне стопе на државне записе износио је између 14,5% и 21,5%. У 2009. години на неким од аукција каматна стопа је била на пример 16,5%. У 2005. години на тржишту новца гаси се трговина комерцијалним записима и краткорочним обвезницама предузећа у промету на Београдској берзи. Али се после нестајања ових финансијских инструмената појављују штедни записи Народне банке, који су намењени пре свега сектору становништва ради мобилисања расположивих средстава овог суфицитарног учесника на финансијском тржишту. Понуђена каматна стопа била је 25% што је било много изнад стопе инфлације (тако да је реална каматна стопа на штедне записе НБС била око 9%). Штедни запис је краткорочна дисконтна државна хартија од вредности са роком доспећа од 6 месеци. Народна Банка Србије појављује се на финансијском тржишту и са финансијским инструментима у виду благајничких записа и РЕПО операција са дугорочним обвезницама Републике Србије (операције на отвореном тржишту централне банке).

Обвезнице старе девизне штедне серије А које доспевају на наплату у серијама од 2009. до 2016. године представљају релативно стабилно берзанско тржиште. Обвезнице које доспевају на наплату у 2009. години продају се сада по цени од 98%-99%. Обвезнице које доспевају на наплату нпр. 2012. године продају се по цени од око 83%, а оне из серије А2016 по цени од око 65%. То су дисконтне хартије и њихова тржишна цена изражава се у процентима, што значи да ако обвезница гласи на 100 евра (ово је само илустративно, ради разумевања од стране читаоца чланка и занемарена је апоенска структура обвезница) и доспева за наплату у 2012. години може се купити на београдској берзи по цени од 83 евра, а она која доспева у 2016. години купује се по

цени од 65 евра. Годишњи принос од обвезница старе девизне штедње зависно од рока доспећа креће се око 6-7%. Страни инвеститори у промета обвезница старе девизне штедње учествовали су на пример у фебруару 2009. године са 21%.

У укупном промету на Београдској берзи у периоду од 2000. године доминира трговање акцијама. Кретање промета акција чита се из берзанског извештаја BELEX fm, а од 1. октобра 2005. креиран је индекс BELEX 15, који се састоји од корпе у којој се налазе акције 15 великих српских предузећа чијим се акцијама континуелно тргује на слободном берзанском тржишту. Учешће страних инвеститора на Београдској берзи у протеклим годинама допринело је повећању степена ликвидности многих финансијских инструмената, развоју нашег финансијског тржишта и повећању конкурентности на финансијском тржишту Србије. Учешће страних инвеститора у укупном промету (извештај FIT) у 2005. години се кретало на пример од 39% до 56%. У 2009. години је дошло до наглог пада овог учешћа током јануара и фебруара (15%), али се у марту повећава на 42% и у априлу на 67%.

Учешће страних инвеститора у укупном промету акција на Београдској берзи (извештај FIS) било је током 2005. године од 43% до 67%. У 2007. и 2008. години расте интерес страних инвеститора за куповину акција на Београдској берзи, али ове године долази до заокрета. У 2009. години из FIS извештаја видимо да је учешће иностраних инвеститора у укупном промету акцијама варирало од 18% у фебруару, на 54% у марту и 79% у априлу. Ови подаци на први поглед указују на опоравак на тржишту акцијама, али обзиром да је продаја већа него куповина акција, може се извести закључак да страни инвеститори међу собом продају акције, али ипак у целини их више продају него што их купују. Страни инвеститори су почетком 2009. године у промету акција учествовали тако што више продају акције (извештај sFIS – Учешће страних инвеститора у укупном промету акцијама продајна страна фебуар око 21%, март око 70%) него на страни куповине (извештај FISb – Учешће страних инвеститора у укупном промету акцијама куповна страна фебуар само око 14%, март око 39%). Ово је јасан показатељ бега страних инвеститора са Београдске берзе и испољавања ефеката светске кризе на Београдској берзи. Напоменимо и то да у структури страних инвеститора доминирају углавном инвеститори из региона.

ЛИТЕРАТУРА:

1. Гавриловић Јовановић, Предраг. *Међународно пословно финансирање*, Београд: Економски факултет, 2006.

2. Гавриловић Јовановић, Предраг. 2005. "Терет спољне задужености Србије", *Економски анали* тематски број мај 2005. Београд: Научно друштво економиста и Економски факултет Београд, 2005.
3. Гњатовић, Драгана. *Улога иностраних средстава у привредном развоју Југославије*, Београд: Економски институт, 1985.
4. Гњатовић, Драгана. "Оснивање берзи у Краљевини Србији и Краљевини СХС" стр. 103-121, *Финансијска тржишта - Структура и функционисање*. Београд: Институт економских наука, 1992.
5. Ерић Дејан, *Финансијска тржишта и инструменти*, Београд: Чигоја, 2003.
6. *Извештаји са Београдске берзе*, www.belex.co.yu.
7. *Извештај о начину регулисања предратних државних зајмова*, Савезно министарство за финансије, Београд 1987.
8. Кулић, Мирко. *Финансијска тржишта*, Београд, Мегатренд, 2007.

(аутори су доценти на Мегатренд универзитету)