

др Вук ОГЊАНОВИЋ
Институт за тржишна истраживања, Београд

ПЛИТКО ФИНАНСИЈСКО ТРЖИШТЕ – ОЗБИЉАН ПРОБЛЕМ ЗА РАЗВОЈ ДОМАЋЕ ПРИВРЕДЕ – НЕКИ РЕЛЕВАНТНИ АСПЕКТИ –

Резиме

Очекивања, да ће развој финансијских тржишта у земљама у транзицији бити квалитетно структуриран, односно да ће снажно ојачати потенцијале за развој привреде у овим земљама, нису се обистинила. Очекивања су била у томе, да ће процес приватизације, с једне, те експанзија транснационалног банкарства повезаној с финансијском либерализацијом, глобализацијом и информацијским технологијама, с друге стране, бити моћан замајач савременом и модерном развоју тржишта кинешала у овим земљама. У филозофији таквих надања, „објективизирани“ су и оправдани све несавршености и сва деценијска постојања националних тржишта и њихових институција. Данас већ, финансијска тржишта су постала озбиљно „уско грло“ даљеј одрживој развоја највеће броја привредних друштва, односно и скоро свих земаља у транзицији. Заправо, цјелином своје организационе и структурно финансијске и имовинске неадекватности, те с формално-правно и морално нерешеним питањем малих акционара, ова тржишта иполако губе шансе и изгледе за развој. Томе додатно доприноси, актуелна пракса највеће броја држава (и то у једном недозвољено дугом периоду), које концептне „привлачења“ страних инвеститора спроводе преко „специјалних међудржавних финансијских-буџетских аранжмана“ заобилазећи механизам домаће финансијског тржишта и његове

инструментне!? Објективно, то су најтежи моћни удари позитивном развоју младих финансијских тржишта у земљама у транзицији.

Кључне речи: *финансијска тржишта, земље у развоју, илика тржишта су иличка тржишта, приватизација, транснационално банкарство, државна пракса привлачења страних инвеститора мимо финансијских тржишта.*

I Постављање питања

Зашто су плитка скоро сва, у последњих двадесетак година, новоформирана финансијска тржишта? Или, зашто су плитка сва тржишта Балканских земаља у транзицији?

Менаџери портфеља различито тумаче ситуације од земље до земље, али се слажу да земље у транзицији, па и наша, нијесу искористиле своје шансе. Зато су, *и стварије домаћих привредних друштва, често „изубљене“ или драматично иницијевене по основу ефемерног ив. иличког ризика на међународним финансијским тржиштима.*

Финансијска тржишта, те посебно тржишта капитала, данас су постала *уска пра развоја привреде* у Балканским земљама, било да су оне у ЕУ, или ван ње. Обзиром, да је питање покретања и финансисрања одрживог развоја у овим земљама од високог државног, тј. економског и политичког приоритета, а да је тржиште капитала кључни ресурс за те промене, питања напуштања зоне плитких и политичких стања на финансијским тржиштима, мора се журно решавати.

II Шта се све збило на финансијским тржиштима земаља у развоју?

Историја финансијских тржишта у земљама у развоју, има више добрих лекција. Наиме, захтеви економског раста увијек су производили *високе националне интересе за развој финансијског тржишта*, посебно тржишта капитала. То је, између осталог подразумевало, двије важне пројекције: битку за *повећање штедне* у земљи, те и битку за *повећање ефикасности са којом се штедња користи* у задовољавању националних инвестиционих потреба, тј. за изградњу механизма који то осигуравају.

У поводу тих пројекција, више фактора је допринело повећању привлачности тржишта акционарског капитала као извора инвестицио-

ног финансирања. Прије свега, фактори као што су: високи износи дугова, односно *проблем сервисирања дугова земаља у транзицији, затишјем неконтролисаним и брзом темпом приватизације државних предузећа, те недоследним програмима за конверзију дугова у акцијски капитал*, уз смањену улогу субвенционисаног јавног финансирања, режирани су углавном развој тржишта у националним оквирима.

Стање на националном плану, убрзано је и неким значајним (па и текућим) *променама на глобалном нивоу*. Наиме, глобализација финансијских ресурса, довела је до све већих *веза између домаће новца и тржишта капитала*, а институционални инвеститори (посебно из развијених земаља), све више су се окретали иностранству, односно *диверзификацији и великим профитима*.

Самим тим, финансијска тржишта су добила *„очекивања“ да се развијају глобално*. Уосталом, интеграција глобалних финансијских ресурса, која је, између осталог, подразумевала и повећани обим поузданих информација о компанијама и привредним друштвима, односно повећане комуникације на и око финансијских тржишта, требала је да допринесе хармонизацији економских и финансијских политика у свим земљама широм свијета у функцији развоја финансијских тржишта.

Међутим, све што се догодило, ипак није убрзало позитиван развој финансијских тржишта у земљама у развоју и транзицији. Није помогло ни то, што су, нека развијена (добронамјерна) тржишта, дозволила промет акција на својим берзама страних компанија из једног (мањег) броја земаља у развоју (додуше, у форми тзв. „депозитарних прихода“).

У многим земљама у развоју, а посебно у земљама у транзицији, стицајем мноштва „глобалних“ околности, приватизација није дала очекивани допринос развоју финансијских тржишта.

У многим земљама, прво су банке приватизоване, односно постале већинско страном власништво. Консидерације и последице су очекивано биле јасне. Иза тога, није било скоро ни једног примјера да се тзв. „велике приватизације“ државних предузећа реализују на берзама, тј. на финансијском тржишту!? Све се одвијало у државним и парламентарним структурама и процедурама ван финансијског тржишта, односно у строго и селективно изабраним носиоцима државне – буџетске политике!? Тиме је, развој финансијских тржишта у земљама у транзицији, лишен главних покретачких енергија и маневарског простора за изградњу савременог модерног и транспарентног механизма потребног привреди за њене концепте одрживог развоја.

III Шта је донијела глобализација и либерализација?

Повећана глобализација и интеграција међународних финансијских тржишта, донијеле су, прије свега, *повећану конкуренцију за ограничену (националну) штедњу*. У таквој констелацији односа, било је природно, да менаџери портфеља страних инвеститора претражују и траже тржишта која су била интересантна за страни капитал, односно за нове глобалне инвеститоре. У филозофији тих истокрвних „изворних“ интереса, развијала се и цјелина прилика у којима су се наша *млада финансијска тржишта за акцијски капитал у земљама у транзицији*.

У земљама у развоју и транзицији, није било лако градити концепцију *уравнотежених потреба за капиталом националних интереса на сектору штедње и користи које би могла имати домаћа тржишта новца и капитала*, када постану сасвим отворена, за стране инвестиције. Заправо, било је потребно више тешких и проблематичних реформисања финансијског сектора. Рецимо: 1) уклонити субвенције на камате, односно порезе на приходе од камата, 2) дозволити слободно формирање камата на тржишту, односно смањити контролу над распоредом штедње, 3) омогућити „слободан“ улазак страних финансијских институција, односно повећати конкуренцију на сектору штедње, 4) те унаприједити процедуре и поступке за улагање страног акцијског капитала.

Међутим, главни државни интереси, или боље – главни интереси партија на власти у земљама у развоју и транзицији, у комплексној *несио-собности за дугорочне пројекције развоја*, некоректно су уређивале, ако су то уопште и чиниле, темпо и обим реформи финансијског тржишта.

При томе, у грозници ставарања својих „демократских структура“, Власти су потпуно заборавиле на *два кључна питања*. Прво, *којој је игнорисано потребно вријеме домаћим финансијским институцијама да реајују на све присутнију и интензивнију страну конкуренцију!*? Друго, нити је било било какве селекције, нити *било какве контроле ни обима, ни садржаја уласка страног капитала (по разним, ња и политичким основама)*. Заправо, био је то велики залогај за локална тржишта новца и капитала, а повратак на моделе ограниченог отварања за странце, као: само за одређене акције, само кроз земаљске фондове, и сл., више није било могуће.

Наравно, *десило се оно најбоље*. Домаће финансијске институције од виталног значаја за развој цјелине националних интереса, *у главном банке, јурнуће су под контролу странаца*. Настала је нова идеологија и нова „оптимална“ расподјела штедње. „Преко ноћи“ је дошло до пораста политичких ризика за пословање у дотичној земљи у транзицији!?

Није било било каквих рестрикција о начину коришћења капитала, а ни било каквих прерасподјела ризика у свјетлости уласка страних инвеститора на национална тржишта. Једноставно, „десила се“ знатно већа цијена новца и капитала!?

Дакле, потпуно је дестабилизован дотадашњи проток новца и капитала на финансијским тржиштима земаља у развоју и транзицији, настала је висока несигурност домаће валуте, односно, *дошло је до њрецуишњања недозвољено великој дела националној бојатисћива стцранцима.*

IV Присутни су различити облици финансијских актива на тржиштима

Односи привредних друштава, државе, финансијских институција и финансијских тржишта, данас се углавном рефлектују преко *институционална банкарске индустрије – банкарске привреде.* Заправо, цјелина институција финансијског тржишта, у основи ствара услове који творе систем тзв. банкарства у сјенци („*shadow banking*“), тј. систем који демонстрира цјелину збивања у привреди земље.

Код државе и домаћинства нема разлика у томе како се финансирају. Домаћинства добијају зајмове код банкарских – кредитних институција, а државе се задужују на финансијским тржиштима емисијом својих хартија од вриједности. Привредна друштва међутим, могу екстерно да се финансирају било зајмовима код банака, било на финансијским тржиштима емисијом дужничких („*debt securities*“) или власничких хартија од вредности („*equity securities*“). Привреде, у којима се њена *привредна друштва њрецежно екстерно финансирају преко финансијских тржишта, обично идентификујемо као тржишне економије („market economies“),* односно привреде у којима предузећа за најзначајнији метод екстерног финансирања користе банкарске зајмове, имају идентификацију *банкарске економије („banking economies“).*

Чињеница је, да су се у земљама у развоју и транзицији, захваљујући експанзији страног банкарства, на основама које су већ изложене, развиле практично банкарске економије. Заправо, самим тим што није било очекиваног развој финансирања предузећа преко финансијских тржишта, односно што је и безмало развој тржишта новца и тржишта капитала грађен у филозофији банкарске економије, финансијско тржиште у земљама у транзицији је губило „изворну“ енергију за развој. Дакле, није било услова за врење и зрење, тј. за прави развој. А у тим околностима, у том окружењу, и финансијска тржишта су остајала неоформљена, плитка, зелена.

Инвестициона култура, као интегрални дио ефикасног финансијског тржишта, између осталог, подразумијева неке озбиљне ефикасности. И то, не само хармонизацију прописа о хартијама од вриједности, одсуство пореске конкуренције, те принципе за кристално јасна поравнања, *већ и њихово „других финансијских институција“* (не само банака).

Наиме, да би се привредна друштва могла финансирати преко финансијских тржишта, морају постојати, осим банака, и неке друге финансијске институције. У ствари, већину хартија од вриједности које емитују привредна друштва купују те „друге финансијске институције“. То су заправо финансијске институције, које не креирају дјелове новчане масе (тзв. МЗ), односно не сакупљају депозите и не одобравају зајмове. Обично се идентификују као *немонетарне институције*, односно *институционални инвеститори*.

Главни носиоци ових активитета су: пензиони фондови, осигуравајуће финансијске институције, те и моћне структуре различито мотивисаних и усмјерених инвестиционих фондова. Без ових институција нема маневарског простора за екстерно финансирање привредних друштава преко финансијских тржишта, као што без емисије хартија од вриједности које емитују привредна (и акционарска) друштва, не може бити ни тих других финансијских институција, тј. институционалних инвеститора.

V Битно је стално имати за циљ: повећање значаја финансијских тржишта

Рационална концепција унапређења финансијских тржишта, у основи мора држати до циљева који подразумијевају *повећање значаја финансијских тржишта за финансирања привредних друштва и корпорација*. У ствари, то су темељне одреднице смисла организације финансијског тржишта у савременој глобализованој привреди.

Превазилажење стања тзв. банкарске економије, тј. стања у коме се финансирање предузећа највећим дијелом обавља преко банака, истовремено је и *њихово „директно посредничко улоге банака“* (или тзв. „*disintermediation*“). Заправо, ради се о процедурама које мијењану стања тако, да се повећава учешће хартија од вриједности на обје стране имовинских биланса банака, и истовремено смањује удео депозита и одобрених зајмова.

Иначе, чињеница је да задњих година, због више разлога, *расте број немонетарних финансијских институција у земљама у развоју*

и *иџранзицији*. Самим тим, јача и тражња за хартијама од вриједности као финансијским облицима у које институционални инвеститори инвестирају своја прикупљена средства.

Постаје све уочљивије, да савремене генерације, ако су у могућности, све чешће праве уштеђевине за времена кад не буду више активне (чиме јачају *различитије форме иензионих фондова*). Затим, како штедни улози код банака, због ниских каматних стопа, постају неадекватан и неинтересантан финансијски облик, то се новац обично улаже у *различитије инвестиционе фондове* (отворени, затворени).

Истовремено, појављују се и тзв. „*private equity funds*“, који практично редукују значајан дио „материјала“ финансијских тржишта, затим – државни „*sovereign wealth funds*“, преко којих неке државе инвестирају у хартије од вриједности вишкове у платним билансима (по основу високих цијена нафте, и сл.), те „*hedge funds*“ који нијесу ништа друго до уштеђевине из читавог свијета уложене у хартије од вриједности на тржиштима најразвијених земаља.

Занимљива је филозофија штедње у свјетским размјерама. Наиме, и код алокације штедње, и код задуживања, односно апсорпције штедње, глобални савремени свијет је практично цјелина. Отуда и доминантна филозофија, да не може бити препрека за проток уштеђевина (капитала), с тим што савремена технологија мора (али не скупо) повезати свијет као цјелину.

Историја повећања потреба за хартијама од вриједности, показује, да су тај процес, додуше не вољно и искрено, подупирале и саме банке.

Управо, за *конверзију банкарских зајмова или иџтраживања банака од њихових дужника у хартије од вриједности*, зна се од поодавно. Прво је почело с хипотекарним зајмовима, који су, због дугог рока за доспјеће, поред обично присутног кредитног ризика, носили и ризик ликвидности, па и ризик каматне стопе. Касније су банке, ту финансијску операцију чиниле и из других разлога, као: спасавање различите структуре банкарских актива, проблематичних потраживања, и сл. Принципијелно, банке су имале за циљ: да се увијек сачува (или увећа) претпостављени новчани принос на финансијску имовину.

Тај процес, који се у основи сводио на то, да се било који облик финансијске имовине који банци може донијети новчани принос, може претворити (и претварао се) у хартије од вриједности, током времена се усталио под називом *секуриџизација* (од енгл. ријечи „*securitization*“, иако би у овом садржају појма бољи био француски термин „*titrisation*“).

У суштини, овај процес је контрадикторан са становишта имовинског биланса банке. Једна банкарска пракса, са претварањем банкарског зајма у хартије од вриједности, практично брише зајам из имо-

винског биланса банке, јер се наводно, бар за кратко вријеме, умјесто њега појављује новац. Друга банкарска пракса (немачка), секуритизоване зајмове оставља у имовинском билансу, а трећа (америчка) пракса, рецимо, преноси хипотекарни зајам некеме (или га продаје некеме), а тај има право да по том основу емитује хартије од вриједности и да их продаје инвеститорима. И тако у круг.

Уосталом, има више модела секуритизације. Посебно је то изражено у америчкој пракси секуритизације са хипотекарним зајмовима. Ту је увијек било различитих вратоломија. Познато је и признато, да финансијска криза 2008, у ствари почела са непоштеним – лажним ревизорским извјештајима поводом емисија хипотекарних заложница!? У основи, проблем је у томе, да се (унапријед) не зна да ли су хипотекарне заложнице покривене, односно да ли су потраживања и плаћања пропорционална – сразмјерна структури емитованих хартија од вриједности.

VI Шта је могуће закључити?

Финансијска тржишта која се формирају, изузетно су *осјејљива на конкуренцијне снаге које покрећу финансијски калкулациони* по читавом свијету, односно у цјелини глобализоване светске привреде.

При томе, млада финансијска тржишта нијесу у могућности да без великих жртава конкуришу за краткорочни прилив новца. У тим условима, алтернатива је у *окрећивању дугорочним инвестицијонима*. Међутим, ови инвеститори су углавном свјесни релативне неликвидности већине тржишта у формирању, али су често и спремни да преузму ризик и предности добре профитне стопе преко дугорочног финансирања уколико постоје *убједљиви докази економске и политичке стабилности*.

Прије свега, земља у развоју и транзицији би *морала имати Кодекс заштитне инвестициона*. Он би одговарао међународним нормама, а имао би два витална циља: да *смањи несигурност која ојсиједга створене инвестицијуре*, односно да учини локална тржишта акционој калкулацијом привлачнијим за домаће инвеститоре.

У основи би могао имати неколико *слиједелих поштености*:

- имати (конституисати) увјерљиве доказе да органи власти неће спречавати реализацију међународних пословних уговора и аранжмана;
- донијети чврста правила и принципе (законе), те и реформисати праксу трговине са хартијама од вриједности, односно створити услове који омогућавају тржиштима акционог капитала да функционишу ефикасно и транспарентно;

- осигурати да се потраживања лица која нијесу резиденти не третирају на дискриминаторски начин;
- омогућити континуирано праћење развоја ситуације на финансијским тржиштима, установити обавезно одговарајуће извјештавање од стране старних компанија и привредних друштава; као и
- утврдити обавезну одговарајућу базу капитала (цензус) за финасијске институције које су активне на тржиштима акцијског капитала.

Истовремено, морао би се држати корак са савременим развојем финансијских тржишта. И то посебно, када је ријеч о *увођењу најновије технологије за побољшање ефикасности тржишта и пројекта информација*.

Поред тога, неопходно је обезбиједити сталну отвореност за иновације у погледу финансијских производа, а нарочито инструмената којима се контролише управљање ризиком.

Здраво и стабилно економско-политичко окружење је најбоља претпоставка за развој финансијског тржишта. Заправо, то је најбоља политика за развој финансијског тржишта. Али и за одржив развој земаља у развоју и земаља у транзицији у целини. Односно, то је најбоља политика за мијењање земље која се задуживала, или земље која штеди, у претпоставци земљу која, преко финансијског тржишта постаје земља која улаже у изабрану (власнику) политику развоја.

Исто тако, битна је и *постојаност демократских структура*, тј. структура и институција које уживају легитимитет у јавности и које одражавају велики распон друштвено-економских, те акционарских интереса.

Здрава економска политика подразумијева *макроекономску политику* која одражава равнотежу између раста и стабилности цијена, затим одсуство озбиљних неравнотежа између фискалних рачуна и спољних биланса, те релативно стабилну валуту и јасно виђење дугорочне стратегије развоја на нивоу предузећа и привреде. Релативно *независна централна банка*, са својством зајмодавца последње инстанце која спречава непотребно урушавање финансијских институција, такође је једна од вриједних претпоставки у оптималној концепцији развоја финансијског тржишта. Наравно, *међународно услашена политика и регулатива пореза, те и благовремено објављивање прецизних економско-финансијских статистичких (информативних) података*, је кохерентни блок мјера које максимално подржавају улогу страних и домаћих инвеститора у економском и финансијском развоју једне добро организоване земље у транзицији, и њених виталних интереса за развој националног финансијског тржишта.

Vuk OGNJANOVIĆ, PhD
Institute for Market Research, Belgrade

**SHALLOW FINANCIAL MARKET
– A SERIOUS PROBLEM FOR THE DEVELOPMENT
OF INTERNAL ECONOMY
– SOME RELEVANT ASPECTS –**

Summary

Expectations, that development of financial market in transition countries would be structured with quality, and strengthen potentials for economy development respectively, has not come true. Expectations were that the process of privatization on one side, and expansion of transnational banking associated with financial liberalization, globalization and informational technologies on the other, would be a powerful catalyst to contemporary and modern capital market development in this country. In philosophy of such expectations “objectivized” and justified were all the imperfections and decades of staggering of national markets and its institutions. Today, financial markets are serious “bottle neck” of future sustainable development of most companies, and almost all countries in transition. Actually, with the whole organizational, financial and proprietary structure non-transparency, as well as legal and moral question of small shareholders unanswered, these markets slowly loose chance and opportunity for development. Additional contribution has an actual country policy (in a formidably long time period), which concepts of “attracting” foreign investors conducts through “special inter-country financial – budget arrangements” by avoiding mechanics of domestic market and its instruments!? Objectively, these are possibly most serious hits to positive development of young financial market in transitional countries.

Key words: *financial market, developing countries, shallow markets are political markets, privatization, transnational banking, country policy for attraction of foreign investors outside financial markets.*