



The World's Largest Open Access Agricultural & Applied Economics Digital Library

This document is discoverable and free to researchers across the globe due to the work of AgEcon Search.

Help ensure our sustainability.

Give to AgEcon Search

AgEcon Search

<http://ageconsearch.umn.edu>

aesearch@umn.edu

*Papers downloaded from **AgEcon Search** may be used for non-commercial purposes and personal study only. No other use, including posting to another Internet site, is permitted without permission from the copyright owner (not AgEcon Search), or as allowed under the provisions of Fair Use, U.S. Copyright Act, Title 17 U.S.C.*

No endorsement of AgEcon Search or its fundraising activities by the author(s) of the following work or their employer(s) is intended or implied.

Др Шериф Шабовић¹
Универзитет у Приштини
Економски факултет, К.Митровица
MSc Вук Милетић²
Универзитет УНИОН Никола Тесла, Београд
Мр Зоран Јовановић³
Универзитет „Мегатренд“, Факултет за менаџмент, Зајечар

ПРЕГЛЕДНИ РАД
Рад је примљен 09.04.2014.
Рад је одобрен 05.05.2014.

ЗЕМЉЕ У ТРАНЗИЦИЈИ И РИЗИК УЛАГАЊА КАПИТАЛА

Апстракт

Највећи ризик за већину међународних инвеститора је ризик земље и ризик суверенитета. Ризик земље најчешће подразумева ризик политичке и економске неизвесности. Земље у транзицији карактерише велики буџетски дефицит, инфлација, апresiasiја домаће валуте, нестабилни услови размене, ниска акумулација, ограничења и рестрикције на тржишту.

Посебну врсту ризика представља тржишна концентрација и монопол. Од осталих фактора који повећавају ризик улагања иностраног капитала у земљама у транзицији треба истаћи ризик плаћања, тржишни ризик, оперативни ризик, ванбилансни ризици, консолидација и конвергенција, прање новца, офшор пословање, неадекватна пруденциона контрола банака и других финансијских посредника, изражена корупција и криминал. Услед синергетског деловања ових фактора, државе у транзицији могу бити изложене ризику опадања међународне репутације.

Кључне речи: земље у транзицији, ризик земље и ризик суверенитета, политичка и економска неизвесност, заједничка улагања, управљање ризиком иностраних улагања.

ЈЕЛ Класификација: E22, Г32,

COUNTRIES IN TRANSITION AND CAPITAL INVESTMENT RISK

Abstract

For the majority of international investors, country's risk and sovereignty risk are the greatest risks. Country's risk usually includes political and economic uncertainty. Transition countries are characterized by big budget deficit, inflation, domestic currency appreciation, inconstant exchange terms, low accumulation,

¹ sabovic.sarif@yahoo.com

² vukmiletic88@hotmail.com

³ zojo30@yahoo.com

limits and market restrictions.

Special risk type is market concentration and monopoly. Other factors increasing foreign capital investment in transition countries are payment risk, market risk, operating risk, off-balance sheet risks, consolidation and convergence, money laundering, off-shore business, inadequate prudential control of banks and other financial mediators, outstanding corruption and criminal. Due to sinergetic action of these factors, transition states may be exposed to the risk of international reputation decrease.

Key words: *transition countries, country's risk and sovereignty risk, political and economic uncertainty, joint investments, managing foreign investment risk.*

Ризик земље и ризик суверенитета

Највећи извор ризика за већину међународних инвеститора јавља се у одобравању међународних кредита. Одобравање међународних кредита је много ризичније од одобравања кредита у земљи. Извори података и информација у иностранству су несигурнији од оних у земљи. Кредити државама или једном од њених званичних делова чине ризик земље. Кредити приватном сектору подразумевају различите елементе ризика земље. У основи постоје две врсте ризика: ризик земље и ризик суверенитета.

За разлику од кредитног ризика који је последица карактеристика одређеног клијента, међународно давање кредита укључује ризик земље.

Ризик земље испољава се у следећим облицима:

- ризик неплаћања подразумева могућност да дужник није у стању да оствари довољан нето девизни прилив;
- ризик трансфера представља могућност да дужник није у стању да прибави неопходне валуте за отплату дуга;
- ризик гаранције подразумева могућност да банка неће моћи да извршава чинидбене гаранције због политичке и економске ситуације у дотичној земљи.

Анализа ризика земље подразумева две врсте неизвесности: политичку и економску неизвесност. Политичка неизвесност односи се на процену, да ли ће земља дужник желети да се одрекне оствареног девизног прилива и испуни доспеле обавезе по кредиту. Економска неизвесност своди се на то, да ли ће земља дужник у периоду отплате кредита остварити довољан ниво девизног прилива за редовну отплату кредита.

Постоји више модела анализе ризика земље. Све анализе се у основи ослањају на одређени број фактора. Фактори који увећавају ризик земље и указују на то да је у њу ризично улагати су:

Велики дефицит јавних финансија указује да земља значајан део друштвеног производа троши за покриће јавног дуга. Такве земље углавном имају проблем у сервисирању спољашњег дуга. Недостатак акумулације условљава и недостатак девиза за отплату дуга.

Инфлација настаје услед високе стопе монетарне експанзије. То узрокује општу привредну нестабилност.

Прецењени курс домаће валуте у суштини значи субвенционирање увоза и опорезивање извоза. То смањује девизни прилив земље.

Нестабилни услови размене проузрукују мањи девизни прилив и проблеме у сервисирању дуга. Прецењена национална валута, хиперинфлација и нестабилност, доводе до појаве сељења капитала. Појединци и породице не могу да сачувају реалну вредност своје имовине и претварају је у девизе. Капитал претворен у девизе уколико је курс потцењен бежи у иностранство. Својевремено, код земаља Латинске Америке, процењује се да је бег капитала износио скоро половину задуживања у иностранству.

Ниска акумулација привреде и јавног сектора значи мањи принос на уложени капитал. То значи мање средстава за сервисирање дуга.

Ограничења и рестрикције на тржишту у виду контроле девизног курса, цена, каматних стопа и плата, не представља ништа друго него одбрану слабе домаће економије. Таква држава тешко се прилагођава променама на тржишту. Она неће имати поверење поверилаца и кредитора.

Свему овоме треба додати још и процену политичког ризика. Политички ризик означава се у нестабилним политичким системима, на пример, нове владе не признају и не извршавају одлуке претходних влада.

Анализа дужничке кризе показује, да неспособност плаћања од стране државе битно се разликује од неспособности плаћања предузећа. Од предузећа дуг се може наплатити пленидбом и принудним путем. Међутим, код држава то није могуће. За суверене државе повериоци могу само тражити да њихова држава блокира девизне резерве и имовину дужника. Осим тога, земља дужник може се искључити из сваког даљег финансијског односа.

Политички ризик у међународном финансирању манифестује се у разним формама, од мешања у пословне активности до одузимања имовине. Мешање у пословне активности врши се преко запошљавања, инвестирања у јавне пројекте и пројекте заштите околине и ограничења у погледу контвертибилности валута. Тежи облици политичког ризика су пореска дискриминација, веће накнаде за коришћење разних погодности, све до одузимања имовине.

Политички ризик и дискриминација у суштини значе смањење конкурентске позиције одређеног предузећа. Пракса је међународних банака да врше категоризацију земље према њеном политичком ризику. Уколико се нека земља сврстава у категорију земље са високим политичким ризиком, банка неће дозволити било какво кредитирање без обзира на висину очекиваног профита.

Ризик суверенитета често се поистовећује са ризиком земље. Ризик суверенитета значи изостанак плаћања обавезе од стране владе. Пример за то је Мексико, који је 1982. године одбио да уредно враћа своје обавезе страним банкама. Банке су биле приморане да преко међународних финансијских институција пронађу начин за реструктурирање дуга и да сниже трошкове сервисирања кредита мање развијених земаља.

Ризик земље је шири појам од ризика суверенитета. Ризик земље се односи на могућност повратка кредита од приватних дужника и држава. Кредити одобрени страним владама нису осигурани. Сви страни кредити и инвестиције, било у

јавном или приватном сектору, разматрају се на исти начин. Висина укупно одобрених кредита некој земљи може бити до 15% њеног капитала, ако је рангирана у највишу групу. Ако земља припада најниже рагираној групи, кредит јој се може одобрити до 1% њеног капитала.

Ризици међународног финансирања

Постоје разноврсни ризици у међународним финансијама. Најизраженији су политички ризици. Они се испољавају у различитим облицима. Политички ризици настају услед промене законске регулативе једне државе, због чега, компаније које послују на међународном тржишту, могу да претрпе велику материјалну штету.

Две су основне врсте политичког ризика: ризик експропријације и ризик национализације. Експропријација представља преузимање целокупног или дела пословања и вредности одређене компаније од стране владе неке земље. Национализација настаје када влада одређене земље преузима све компаније, како домаће тако и иностране. Нарочито се ова појава дешава код оних компанија које имају монопол на тржишту.

Мешање у пословне активности компанија преко законских прописа је разноврсно. Компанији се одређује проценат домицилних резидената који се морају запослити у њој, проценат улагања у јавне објекте и пројекте заштите околине, износ спонзорства и сл. Компанијама се намећу одређене забране и квоте у погледу располагања конвертабилним инструментима.

Најтежи облик политичког ризика је одузимање власништва. Политички ризик се манифестује и у порезима и другим обавезама које могу бити веће од домаћих компанија. Политички ризик је и захтев за исплату већих плата него што су у домицилним компанијама. На тај начин инострана компанија смањује своју конкурентност на одређеном тржишту.

Компаније које послују у иностранству изложене су многобројним ризицима. Поред политичког ризика, посебну врсту ризика представља ризик девизног курса. Трансакциона изложеност ризику девизног курса подразумева временску неподударност између момента настанка обавезе и њеног измиривања. Трансакциона изложеност се изражава у виду курсне разлике. Нарочито је велики ризик у процени терминског девизног курса и у финансијским операцијама укрштених девизних курсева.

Билансна⁴ изложеност ризика девизног курса назива се још рачуноводствена или транслациона. Суштина је у изложености позиција активе и пасиве између два периода који су у домаћој валути. Имовина и обавезе компаније деноминоване у иностраној валути преносе се и билансирају у домаћој валути. Промене у курсевима у та два периода могу изазвати појаве губитка или добитка у компанији. Ова појава постаје још сложенија ако компанија има разгранату организациону мрежу у иностранству.

Економска или очекивана изложеност ризика девизног курса, означава будуће промене цена валута које могу имати утицај на пословање компаније. Еко-

⁴ Шабовић др Шериф: *Примена међународних рачуноводствених стандарда у земљама у развоју у условима кризе*, Економика Ниш, бр 2/2011. стр. 97.

номска изложеност није тако прецизна као билансна и трансакциона изложеност. Економска изложеност зависи од очекиваних токова новца и од очекиваних промена девизних курса.

Дугорочна улагања финансијских средстава су изузетно ризична. Тако уложена средства имају својство да се споро мобилишу и претварају у новчана средства. Дугорочно уложена средства се знатно теже враћају у предвиђеном року. Код дугорочно уложених средстава зарачунава се посебна премија временског ризика. Дугорочно уложена средства излажу банку много већем ризику, него краткорочно уложена средства.

Утврђивање премије ризика за дугорочно уложена средства је веома сложен задатак. Што је дужи период ангажовања средстава, то је већи ризик. За утврђивање премије ризика користе се разне методе. Данас је најчешће у употреби Copeland-ова табела премије ризика.

Ризик краткорочних улагања финансијских средстава је мањи него ризик дугорочних улагања. Код краткорочних улагања, у цену ангажованог капитала не улази категорија премије временског ризика.

Код заједничких улагања постоје одређене врсте ризика. Ризик заједничких улагања утврђује се на основу тачности и поузданости постојећих услова пословања и претпоставки када су у питању будући услови пословања. Процена заједничких улагања вреди онолико колико су мерљиви и упоредиви тренутни услови пословања. Процена ризика заједничких улагања много зависи од реалне анализе и претпоставки неизвесних будућих услова пословања.

Два доминантна тренда у међународним финансијама последњих година су консолидација и конвергенција. Консолидација се односи на опадајући број компанија у било којој области. Најбољи пример за то је оснивање финансијских холдинг компанија. Финансијске холдинг компаније имају веома широк спектар финансијске делатности. Дошло је до спајања неких највећих банака и небанкарских финансијских компанија. Смањује се број малих финансијских компанија, а увећава обим и величина других финансијских компанија.

Конвергенција означава ширење пословања компаније ван своје делатности. Компанија која је раније нудила само једну врсту услуга, почиње да се бави и другим пословима како би проширила своју базу услуга. Овај феномен најбоље се уочава код банака и финансијских компанија. Све чешће оне улазе у међусобне области пословања са понудом истих или сличних производа и услуга. На тај начин долази до преклапања послова и до јачања конкуренције.

У случају неконтролисане конценрације, квалитет услуга може да опадне, а њихове цене да порасту. Упоредо са растом фузије долази до пораста конценрације финансијских услуга на међународном тржишту.

Фузионисања су у потпуности променила финансијску делатност, а посебно банкарство. Од свих услужних делатности банкарство је доживело највећу трансформацију. Поставља се оправдано питање, колико фузија може да нанесе штету, односно колико може да помогне у одржавању потребне конкуренције на тржишту? Тамо где постоји висока конценрација банкарских депозита и активе, постоји ризик угрожавања слободне конкуренције. У таквим условима регулаторни органи не дају сагласност да се фузија изведе.

Степен конценрације на једном финансијском тржишту мери се учешћем активе или депозита, који једна финансијска компанија поседује или контролише на

том тржишту. Ако једна финансијска компанија поседује или контролише већи део активе или депозита на одређеном тржишту, постоји реална опасност да ће доћи до нетржишног понашања.

Нетржишно понашање огледа се у појави монопола, високих цена и лошег квалитета. Такво понашање наноси штету грађанима и јавности. Тржишна концентрација израчунава се на основу коефицијента концентрације познат као Herindahl-Hirschman Indeks (HHI).⁵

Прање новца представља укључивање новца стеченог незаконитим трансакцијама у нормалне економске и финансијске токове. На тај начин се легализује нелегално стечени новац. Нелегално стечени новац каналима платног промета прелази у жирални новац. Након тога жирални новац се трансферише у готовину. Прање новца подразумева и убацивање у легалне финансијске токове новца који потиче од криминалних активности. У криминалне активности спадају трговина дрогом и оружјем, кријумчарење, плачке, организовани криминал, корупција, избегавање плаћања пореза и сл. Циљ је да се стечени новац убаци у канале платног промета, како би „опрао“ своје прљаво порекло.

Процењује се, да је нето финансијска добит оних који се баве прањем новца око 2% глобалног бруто домаћег производа. С обзиром на тајност и природу прања новца, тешко је проценити његов стварни обим. Међутим, ови подаци довољно кажују о карактеру и величини проблема. Финансијски систем је централна тачка борбе против прања новца. Посебно је на удару платни промет у банкама преко кога овај новац улази у легалне финансијске токове.

Иако процес прања новца изгледа веома компликован, он се углавном одвија у три фазе: фаза полагања, фаза лежања и фаза интеграције.

У фази полагања новац од нелегалних активности се убацује каналима платног промета у финансијске токове. То је тренутак убацивања прљавог новца у легалне финансијске токове. Новац улази у финансијски систем на начин којим се избегава откривање од стране банке или надлежних државних органа. Уобичајено је, да се прљав новац убацује у неколико мањих банака или других финансијских посредника како би се прикрило његово порекло.

У следећој фази новац кружи у каналима платног промета, са рачуна на рачун, из једног облика у други. У овој фази долази до конверзије новца у друге вредности. Стварни карактер новца прикрива се кроз серију новчаних трансакција, како би се онемогућило утврђивање његовог правог порекла. Прљав новац покушава да се укључи у финансијске токове као новац познатог порекла. Пракса показује, да најчешће трансферисање овог новца иде преко офшор банкарских центара, путем обвезница које гласе на доносиоца, убацивањем новчаних средстава на приватне рачуне и сл.

Фаза интеграције је завршна фаза. У овој фази успешно опран новац се интегрише у финансијски систем. Долази до потпуног укључивања новца у легалне финансијске и економске токове. То је процес потпуног прожимања опраног новца и легалног новца у каналима платног промета.

Најзначајније последице прања новца у економском систему једне земље су економски поремећаји и нестабилност, смањење државних прихода, угрожавање

⁵ Peter S. Rose, Sylvia c. Hudgins: *Банкарски менаџмент и финансијске услуге*, Београд, 2005. год. стр. 675-703.

економских реформи, опадање репутације земље, утицај на девизне курсеве и каматне стопе, негативан утицај на легалне токове пословања.

Управљање ризиком иностраних улагања

Компаније и банке су развиле многобројне технике и инструменте хедџинга у међународном инвестирању. Оне се могу сврстати у две групе: технике и инструменти флексибилног прилагођавања и технике и инструменти финансијских иновација.

У технике и инструменте флексибилног прилагођавања убраја се прилагођавање путем природног подешавања, управљање новцем и рачунима међу компанијама, финансијско подешавање, валутно подешавање, управљање каматно осетљивом активом и каматно осетљивом пасивом, управљање усклађеном ликвидношћу, усклађеност рочне структуре средстава и извора.

У технике и инструменте финансијских иновација убраја се управљање преко терминских уговора, управљање преко финансијских фјучерса, управљање преко каматних форварда, управљање преко каматних и валутних свопова.

Постоји више начина за решавање проблематичних међународних кредита. Анализом дужничке кризе утврђено је да су банке користиле следеће методе:

- репрограмирање дуга и то углавном главнице, како би се превазишао проблем неликвидности;
- откуп дуга по нижој цени на секундарном тржишту;
- замена дуга за деонички капитал;
- замена дуга за дуг;
- замена дуга за робу;
- замена дуга за еколошке програме.

На овај начин долази до преструктурирања проблематичних међународних кредита. Склапа се нови уговор о кредиту који замењује стари уговор о кредиту. Нови уговор о кредиту предвиђа нову каматну стопу, дуже рокове доспећа и нову тржишну цену кредита.

Међународне банке користе метод делимичног или целокупног отписа кредита, јер знају да ће кредит донети губитак. На овакав кредит се не плаћа порез. У суштини губитак по кредиту деле акционари међународне банке и држава.

Управљање ризиком међународног кредита у основи подразумева смањење изложености банке ризику земље и ризику суверенитета. Банка треба да усмери напоре у циљу превентивне заштите и смањења ризика банке. Данас се примењује неколико система за оцену ризика међународног кредитирања.

Метод контролног приказа даје процену економских и политичких фактора, који су у директној корелацији са ризиком међународног кредита. То се односи на дефицит платног биланса, пораст незапослености, оружане сукобе и сл. Сваки фактор може се посматрати посебно или као њихово заједничко дејство у оквиру процене међународног кредита. Утицај ових фактора може се преточити у статистичке показатеље за ризик неизвршења.

Делфи метод узима у обзир мишљење стручњака приликом доношења одлуке о међународном кредиту. Стручњаци за међународно право и аналитичари врше

независну оцену ризика земље. Потом они међусобно размењују информације и сазнања и ревидирају своје претходне процене. Коначни извештај је заједнички извештај израђен на основу компромиса у односу на величину изложености ризику појединачне земље.

Када банка донесе одлуку о реализацији међународног кредита, она мора у поступку отплате кредита предузимати одређене мере заштите. Те мере могу се огледати у виду сарадње са земљом у коју се инвестира, запошљавања домаћих лица, инвестирања на начин који би се смањио могући ризик земље.

Понекад је заједничко улагање са домаћим компанијама, једини могући начин пословања ако је власништво страних инвеститора забрањено. Заједничко улагање може унапредити и учврстити пословну активност.

Закључак

У пракси је тешко проценити ризик улагања капитала у земљама у транзицији. То је то врло сложен проблем. Ризик земље и ризик суверенитета не представљају ризик појединачног догађаја. То је читава лепеза догађаја који се акумулирају у дужем временском периоду. Они могу имати велики утицај на способност земље у сервисирању дуга. Увек иза економских одлука одређене земље стоје политичке одлуке. Код политичких одлука није могуће идентификовати квантитативне елементе ризика. У оцени ризика улагања морају се узети у обзир и фактори екстерне природе, на пример, промена цене нафте, финансијска криза у свету и сл.

Литература

- Beim U. David:* Why Are Banks Dying: The Columbia Journal of World Business, Spring, 1992. год.
- Беке-Тривунац Јозефина:* Пруденциона регулација и надзор над банкама, Задужбина Андрејевић, Београд, 1999.год.
- Ђурчић Н. др Урош:* Банкарски портфолио менаџмент, Нови Сад, 2002.год.
- Crouhy, M. D. Galai, R. Mark:* Risk Management, McGraw-Hill, New York, 2001.год.
- Ђорђе Ђукић:* Управљање ризицима и капиталом у банкама, Београд, 2007.године.
- Frederic S. Mishkin:* Монетарна економија, банкарство и финансијска тржишта, Економски факултет, Београд, 2006.год.
- Hoffman H. Douglas:* Risk Management: The Bankers Handbook, Third Edition, Edited by William H. Baugh, Tomas and Storrs and Charls E. Walker, Dow Jones-Irwin, Homewood Illinois, 1988. год.
- Ивановић мр Периша:* Заштита од ризика девизног курса-хединг на девизном тржишту, Account Нови Сад, 1994.год.

Rose S. Peter, Sylvia C. Hudgins: Банкарски менаџмент и финансијске услуге, Београд, 2005.год.

Sherman J. Maisel: Risk and Capital Adequacy in Commercial Banks, the University of Chicago, Press-Chicago and London, 1985.god.

Шабовић др Шериф: Банкарски менаџмент, Планета принт, Београд, 2007.год.

Шабовић др Шериф: Банкарски ризици, Алфа-Слово, Краљево, 2008.год.

Шабовић др Шериф: Управљање капиталом банке, Економски сигнали, 2008. год.

Шабовић др Шериф: Управљање ризиком каматне стопе, Економски погледи, бр.3/2009.

Шабовић др Шериф: Регулација и надзор банака, Економски сигнали, бр.1/2009.

Шабовић др Шериф: Управљање ризиком хартија од вредности, Економски погледи, бр.4/2009.

Thornhill T. William: Risk Management for Financial Institutions Applying Cost Effective Controls and Procedures, Bankers Publishing Company, Rolling Meadows Illinois, 1990.god.

Васиљевић др Бранко: Ризици у банкарском пословању, Фокус, 1990.год.