

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

# PORAJAJOČI SE TRGI: PRIMER SRBIJE

Ljubljana, marec 2009

BRANKO ŽELEZNIK

**IZJAVA**

Študent Branko Železnik izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Aleša Skok Berka, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 13. marec 2009

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

UVOD .....	1
1 PORAJAJOČI SE TRGI KAPITALA .....	1
2 TVEGANJA NA PORAJAJOČIH SE TRGIH KAPITALA .....	2
2.1 Deželno tveganje .....	3
2.2 Problem korupcije .....	3
2.2.1 Boj proti korupciji .....	4
2.3 Tveganja, povezana s finančnim trgom .....	4
2.3.1 Kreditno tveganje .....	4
2.3.2 Valutno tveganje .....	4
2.3.3 Likvidnostno tveganje .....	5
3 GOSPODARSKA SLIKA SRBIJE .....	5
3.1 Gospodarska rast .....	6
3.2 Industrijska proizvodnja .....	7
3.3 Devizni tečaj .....	7
3.4 Inflacija .....	8
3.5 Brezposelnost .....	9
3.6 Plače .....	10
3.7 Trgovinska bilanca .....	11
3.8 Vpliv finančne krize na srbsko gospodarstvo .....	13
4 MEDNARODNI ODNOSI .....	13
4.1 Partnerstvo za mir in NATO .....	14
4.2 CEFTA, Stabilizacijsko-pridružitveni sporazum z EU .....	14
5 ORGANIZIRANOST KAPITALSKEGA TRGA .....	15
5.1 Beograjska borza .....	15
5.2 Statut borze .....	16
5.3 Organiziranost kotacij .....	16
5.4 Pregled trgovanja na Beograjski borzi .....	17
5.4.1 Borzni indeks BELEX15 .....	17
5.4.2 Tržna kapitalizacija .....	17
5.4.2.1 Tržna kapitalizacija glede na velikost gospodarstva .....	18
5.4.3 Razmerje med dobičkom na delnico in ceno delnic (P/E) .....	20
5.5 Privatizacija .....	21
5.6 Tuje investicije .....	22
6 TVEGANJA PORAJAJOČIH SE TRGOV NA PRIMERU SRBIJE .....	23
6.1 Deželno tveganje Srbije .....	23
6.1.1 Politična slika in možnost vzpona radikalnih sil .....	23
6.1.2 Kosovsko vprašanje in možnost spopadov .....	24
6.2 Problem korupcije v Srbiji .....	25
6.3 Kreditno tveganje v Srbiji .....	27
6.3.1 Obveznice stare devizne štednje .....	28

6.3.1.1 Stopnja kreditnega tveganja glede na dospelost .....	28
6.4 Valutno tveganje v Srbiji.....	29
6.5 Likvidnostno tveganje v Srbiji.....	30
7 SWOT ANALIZA INVESTIRANJA V SRBIJO.....	31
8.1 Prednosti in priložnosti .....	31
8.2 Slabosti in nevarnosti.....	32
SKLEP .....	33
LITERATURA IN VIRI.....	35
PRILOGE	

## SEZNAM SLIK

Slika 1: Gibanje BDP Srbije in njegova rast od leta 2000 do leta 2008.....	6
Slika 2: Rast industrijske proizvodnje od leta 1989 do leta 2008 .....	7
Slika 3: Gibanje tečaja EUR/RSD .....	8
Slika 4: Stopnja inflacije v letih od 1999 do 2008 .....	9
Slika 5: Gibanje stopnje brezposelnosti v letih 1999 do 2008 .....	10
Slika 6: Gibanje plač v letih 1999 do 2008 .....	11
Slika 7: Pokritost izvoza z uvozom v letih od 2001 do 2008 .....	12
Slika 8: Gibanje indeksa BELEX15 od začetne vrednosti do 30.11.2008 .....	17
Slika 9: Razmerje med TK in BDP (v %) za obdobje od 31.1. 2007 do 30.11.2008 .....	19
Slika 10: Gibanje P/E razmerij za posamezni indeks v obdobju od 30.11.2007 do 30.11.2008 .....	21
Slika 11: Odstotek prebivalstva, ki meni, da je korupcija prisotna v preučevanih institucijah; korupcija je prisotna (pozitivni odgovor), korupcija ni prisotna (negativni odgovor) .....	27
Slika 12: Letna donosnost obveznic A2009 in A2016 (v %).....	29

## SEZNAM TABEL

Tabela 1: Status Srbije v posameznih mednarodnih organizacijah/zvezah .....	14
Tabela 2: Tržna kapitalizacija borz posameznih držav na dan 31.12.2007 .....	18
Tabela 3: Razmerje med tržno kapitalizacijo in bruto domačim proizvodom na 31.12.2007(v %) .....	20
Tabela 4: SWOT analiza investiranja v Srbijo .....	32

## SEZNAM PRILOG

Tabela 1: Kriteriji za uvrstitev delnic v posamezno kotacijo na Beograjski borzi.....	1
Tabela 2: Kriteriji za uvrstitev obveznic v posamezno kotacijo na Beograjski borz .....	2
Tabela 3: Sestava indeksa BELEX15 .....	2



## UVOD

Srbsko gospodarstvo je skozi zgodovino pomembneje vplivalo na gospodarsko podobo celotne regije Zahodnega Balkana. Vsi balkanski narodi, še posebej konstitutivni narodi bivše Jugoslavije, so bili skozi svojo zgodovino vedno v zelo tesnem stiku s srbskim prebivalstvom in njegovo državo. Zaradi konkurenčnih prednosti, kot so poznavanje jezika, navad, poslovne kulture in tradicije, lahko balkanske države medsebojno zelo uspešno sodelujejo. Uspešno sodelovanje in navzkrižna povezanost se kažeta tudi na nivoju finančno-kapitalskega trga. V zadnjih letih so kapitalski trgi Balkana doživeli pravi razcvet, med slovenskimi vlagatelji pa je največ zanimanja požel ravno srbski kapitalski trg. Srbija je kot zadnja država bivše Jugoslavije krenila na pot tranzicije in reform, potrebnih za prenovo gospodarstva. Vlaganje v srbska podjetja zato na eni strani pomeni veliko priložnost, na drugi pa veliko tveganje.

Namen diplomskega dela je predstavitev srbskega gospodarstva, družbenega okolja, kapitalskega trga ter priložnosti in tveganj, ki jih srbski kapitalski trg pomeni za vlagatelje. Srbsko gospodarstvo nedvomno ponuja veliko priložnosti. Te se pojavljajo predvsem v povezavi z reformami, s privatizacijo in z vključevanjem v evroatlantske integracije. Vseeno pa ne smemo pozabiti na tveganja, ki jih v obdobju tranzicije kljub začetni prehojeni poti v srbskem gospodarstvu ni malo.

Diplomsko delo je sestavljeno iz treh delov. Prvi je namenjen teoretičnim opredelitvam porajajočih se trgov. V tem delu so posebej izpostavljena tveganja, ki jih literatura opredeljuje za porajajoče se trge.

Drugi del obsega zgodovinski pregled gospodarstva za obdobje 2000-2008, opis mednarodnih odnosov Srbije in predstavitev kapitalskega trga. Bistvo drugega dela naloge je orisati aktualno gospodarsko stanje, ki služi kot podlaga za ocenjevanje priložnosti, povezanih s posameznimi gospodarskimi kategorijami.

Zadnji del diplomskega dela predstavlja tveganja porajajočih se trgov na primerih, ki veljajo za Srbijo. V nadaljevanju je vključena SWOT analiza investiranja, ki še enkrat izpostavi prednosti in slabosti ter priložnosti in tveganja investiranja v Srbijo. Z njo skušam podati sklep, ali priložnosti, ki jih ponuja srbski kapitalski trg, pretehtajo tveganja in ali je investiranje v delnice srbskih podjetij smiselno ali ne.

## 1 PORAJAJOČI SE TRGI KAPITALA

Trge kapitala delimo na razvite in porajajoče se trge (angl. *emerging markets*). Osnova za delitev trgov kapitala na razvite in porajajoče se sta njihova velikost in stopnja razvoja gospodarstva, v katerem ti trgi delujejo. Literatura navaja različne kriterije razvitosti, po katerih ločimo razvite ekonomije od porajajočih se. Eden od kriterijev je velikost BDP (Hook, 2001). Porajajoči se trgi so revnejše države z BDP na prebivalca, nižjim od 9.000 USD. Temu kriteriju ustreza 156 držav, kar predstavlja 84 odstotkov svetovne populacije in le 20 odstotkov svetovnega BDP.

Kljub majhnemu deležu BDP porajajočih se trgov v svetovnem gospodarstvu so s stališča investicij to še kako zanimiva okolja. Porajajočim se gospodarstvom pripisujemo pomembno vlogo v globalni ekonomiji, predvsem zaradi različnih resursov. Gre torej za naravno sobivanje razvitih ekonomij z manj razvitimi, kjer ena stran zagotavlja kapital in tehnologijo, druga pa predvsem proste resurse.

Med glavne vzroke za naložbe podjetij iz razvitih okolij na področja porajajočih se trgov štejemo (Hook, 2001, str.22):

- geostrateški položaj držav,
- zalogo surovin,
- poceni delovno silo,
- nove trge,
- nove potenciale gospodarskih rasti in širše povpraševanje po t.i. *zahodnih dobrinah*.

*Razvijajoči se trgi* je izraz, s katerim svetovno priznani tednik *The Economist* označuje najobetavnejše svetovne trge v razvoju. Zanje je značilen napredek v liberalizaciji trgovine, predvsem pa nadpovprečno hitra gospodarska rast. Obetavne priložnosti za sodelovanje se v teh državah odpirajo zaradi njihove potrebe po uvozu strojev in industrijske opreme, opreme za prenos električne energije, transportne opreme in vseh vrst razvite tehnologije. Zaradi vsega tega imajo ta gospodarstva izjemne tržne potenciale ter sodijo med najzanimivejša na svetu (Kazalci potenciala razvijajočih se trgov v svetu, str. 21).

Porajajoči se trgi kapitala se od razvitih razlikujejo tudi glede na nižjo stopnjo učinkovitosti trga, nižje standarde poslovanja, računovodstva in poslovanja z vrednostnimi papirji. S strani investitorjev so prepoznani po visokih stopnjah gospodarske rasti in zato potencialno visokih kapitalskih dobičkah. Investitorji se na porajajočih se trgih soočajo z višjimi tveganji kot na razvitih trgih. Mednje štejemo: politično tveganje, nezadostno infrastrukturo, volatilitnost valute, majhen nabor potencialno zanimivih investicij, predvsem zaradi nizke stopnje privatizacije, ter nizko likvidnost vrednostnih papirjev ([www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)).

## 2 TVEGANJA NA PORAJAJOČIH SE TRGIH KAPITALA

Investiranje v delnice na porajajočih se trgih kapitala je posebej za tuje vlagatelje precej bolj tvegano kot vlaganje v delnice na razvitih trgih, saj se poleg vrst tveganj, ki so prisotna tudi na razvitih kapitalskih trgih, pojavljajo tudi specifična nova tveganja. Le-ta so (Kleindienst, 2001, str. 410):

- **politično in/ali deželno (poslovno) tveganje** držav, katerih trgi se uvrščajo v skupino porajajočih se trgov, je v povprečju precej višje od političnega/deželnega tveganja razvitih tržnih gospodarstev. Vlaganje v delnice na porajajočih se trgih prinaša s seboj tveganja, ki jih vlagatelj razvitih trgov ne pozna. Vlagatelj je lahko namreč izpostavljen tveganju razlastitve premoženja, nacionalizacije, neugodnih večjih sprememb zakonodaje, ki ureja trg vrednostnih papirjev, spremembam v davčni politiki, omejitvi pri zamenjavi valut in ostalim spremembam poslovnega okolja, med katere kot najhujša oblika spada celo vojna. Vlagatelj je lahko izpostavljen tudi tveganju nenadnih sprememb v ekonomski politiki,
- vlagatelj je pri nakupih delnic na porajajočih se trgih običajno izpostavljen precejšnjemu oziroma nadpovprečnemu **valutnemu tveganju**. Zaradi večje nestabilnosti teh gospodarstev je v povprečju večja tudi nestabilnost tečajev valut. Največja nevarnost za valutno tveganje na takšnih trgih je visoka stopnja inflacije, ki lahko doseže tudi tisoč odstotkov letno,
- naslednje tveganje, ki se pojavlja na porajajočih se trgih, je povezano z **informacijami**. Te so bistveno težje dosegljive in manj zanesljive kot na razvitih trgih, pojavlja pa se tudi



precejšnja asimetrija informacij na trgu,

- mogoče celo največji problem teh trgov se pojavlja zaradi njihove majhnosti in plitkosti. Težave povzroča **nizka likvidnost** oziroma v precejšni meri celo nelikvidnost. Zato obstaja bojazen, da vlagatelj svojih delnic ne bo mogel prodati v želenem roku in po želenih cenah. Če pa bo delnice hotel kupiti v takšnem scenariju, pa bo moral zanje odšteti precej več. Tega tveganja na razvitih trgih ni oziroma se pojavlja zelo redko in v izrednih razmerah,
- k nadpovprečnemu tveganju investiranja na porajajoče se trge pomembno vplivajo tudi **pomanjkljiv nadzor** in **zakonodaja**, njuno nedosledno izvrševanje in prepogosto spreminjanje, **nezadostna preglednost trgov**, **pomanjkljiv razvoj lokalnih računovodskih standardov**, **slabo razvita praksa obvladovanja podjetij** (*corporate governance*) in **čezmerno vmešavanje politike** v podjetja in delovanje trga. K tveganju dostikrat pripomorejo tudi sami izdajatelji delnic, ki vlagatelje **neustrezno obveščajo** o pomembnih poslovnih dogodkih, ki lahko pomembno vplivajo na gibanje tečajev delnic, in tako omogočajo trgovanje na osnovi notranjih informacij in manipulacije s tečaji. **Zaščita pravic malih delničarjev** je šibkejša kot na razvitih trgih, k temu pa dostikrat pripomorejo celo vlade teh držav, ki privilegirajo večinske ali strateške investitorje. Porajajoči se trgi kapitala so v zadnjih letih izpostavljeni tudi **vplivom pretoka kratkoročnega špekulativnega kapitala**, ki lahko tečaje delnic pomembno zaniha (tako navzgor kot navzdol) v razmeroma kratkem času.

## 2.1 Deželno tveganje

Deželno tveganje ali tveganje investiranja po državah (*country risk*) zajema široko področje različnih tveganj, vključujoč politično in ekonomsko tveganje, lahko pa ga opredelimo kot izpostavljanje izgubam v kreditnih poslih s tujino zaradi okoliščin, ki nastanejo zaradi vpliva ali vmešavanja države v te posle (Prohaska, 2004, str. 193).

Vzroke, ki lahko vplivajo na povečevanje deželnega tveganja, razdelimo v tri temeljne skupine (Nagy, 1979, str. 14):

- **politični vzroki**: vojna, okupacija s strani tuje vojske, upor, politični nemiri ipd.,
- **socialni vzroki**: državljanske vojne, neredi, razlike med družbenimi razredi ipd.,
- **ekonomski vzroki**: dolgoročno upadanje stopnje rasti družbenega proizvoda, stavke, povečevanje proizvodnih stroškov, znižanje izvoznih prihodkov ipd.

Deželno tveganje se nanaša na tveganje nevrčila glavnice oziroma tveganje, da upnik ne bo dobil plačanih obresti in glavnice, ker bodo zaradi nekkih dogodkov nastale razmere, ki bodo upniku onemogočale odplačevati dolg in plačevati obresti. Lahko se tudi zgodi, da dolžnik zaradi nekkih dogodkov sam preneha odplačevati dolg in plačevati obveznosti, pa čeprav bi jih lahko. Poleg deželnega tveganja velja tukaj omeniti še suvereno tveganje. To je posebna vrsta tveganja, kjer dolžnik ni v isti državi kot upnik. Če je dolžnik tuja država, govorimo o suverenem tveganju (Ribnikar, 1998).

## 2.2 Problem korupcije

Korupcija je zelo star socialni fenomen, ki ne pozna kulturnih, socialnih, geografskih ali katerikoli drugih meja. Nekatere oblike korupcije segajo že v čase antičnih civilizacij, predvsem v obliki raznih daril. Oblike korupcije se dandanes razlikujejo, njihov namen pa ostaja isti. V

današnjih časih je korupcijo zelo težko definirati. Definicija korupcije je zelo ozka, dejstvo pa je, da se pojavlja na vseh ravneh družbe: v gospodarstvu, politiki, zasebnem življenju ipd.

*Koruptivno dejanje* največkrat povezujemo z državnim uradništvom, čeprav večina korupcije izvira iz zasebnega sektorja. Korupcija javnega sektorja je definirana kot kakršno koli dejanje, ki odstopa od formalne prakse, predvsem zaradi zasledovanja osebnih interesov in dobičkarstva. Najznačilnejša nelegalna dejanja javnega sektorja, ki jih uvrščamo med korupcijo, so: podkupnine, nepotizem in zloraba javnih financ v lastne namene (Šević, 2002).

### 2.2.1 Boj proti korupciji

Ker je korupcija nelegalno, neetično in nemoralno dejanje, je izjemnega pomena, da se ji zoperstavi družba kot celota. Ponavadi je prav družba s svojimi moralnimi vrednotami ključni igralec pri preprečevanju korupcije.

Institucije za boj proti korupciji so lahko uspešne le ob naslednjih predpostavkah družbenega življenja, ki se odraža v delu javne uprave (Šević, 2002):

- **altruizem** – javni uslužbenci morajo delovati izključno v dobrobit družbe,
- **integriteta** – javni uslužbenec ne sme delovati pod vplivom zunanjih oseb ali organizacij,
- **objektivnost** – pri izbiri izvajalcev javnih naročil, priporočil posameznikov ipd.,
- **odgovornost** – javni uslužbenci morajo biti odgovorni za svoja dejanja,
- **odprtost** – javni uslužbenci morajo o svojem delovanju in odločitvah obveščati javnost,
- **poštenost** – javni uslužbenci morajo poročati o navzkrižju lastnih interesov in interesov družbe ter preprečiti kakršne koli nepravilnosti,
- **zgled** – javni uslužbenci morajo biti s svojimi delovanjem zgled družbi.

Protikorupcijski program je še posebno pomemben v tranzicijskih državah. Za njegovo uspešno izvajanje so vitalnega pomena: privatizacija, uvajanje načel konkurenčnosti, uvajanje standardov zaposlovanja in sistematizacija javne uprave (Šević, 2002).

### 2.3 Tveganja, povezana s finančnim trgom

Na finančnem trgu ločimo več vrst tveganj, kot so: tveganje spremembe obrestne mere, kreditno tveganje, tržno tveganje, tveganje inflacije, tveganje odpoklica, tveganje likvidnosti, valutno tveganje in državno tveganje (Prohaska, 2004, str. 188).

V nadaljevanju se bomo osredotočili na tveganja, ki so na porajajočih se trgih veliko višja od tveganj na razvitih trgih. To so predvsem kreditno tveganje, likvidnostno tveganje in valutno tveganje.

#### 2.3.1 Kreditno tveganje

Kreditno tveganje je tveganje, povezano z nepripravljenostjo ali nezmožnostjo poravnave kreditnih obveznosti kreditojemalca do upnika, npr. banke. Upnik je izpostavljen kreditnemu tveganju tudi v primeru znižanja bonitete kreditojemalcu s strani bonitetne agencije (Crouhy, 2001, str. 35).

#### 2.3.2 Valutno tveganje

Z valutnim tveganjem na splošno razumemo nevarnost spremembe deviznega tečaja v obdobju

od trenutka nalaganja do vrnitve kapitala, naloženega v tujino. Posledice nepričakovanih sprememb deviznega tečaja določene valute, ki se v sistemu drsečih deviznih tečajev pojavljajo zaradi deprecijacije ali apreciacije določene valute, se kažejo v obliki dobička ali izgube pri deviznem tečaju (Prohaska, 2004, str. 190).

Posamezne oblike valutnega tveganja se najprej delijo po kriteriju časa, in sicer: glede na prihodnost se valutno tveganje imenuje ekonomsko tveganje deviznega tečaja (*economic risk*), glede na preteklost ga označujemo kot tveganje preračunavanja deviznega tečaja (*translation risk*) in glede na sedanost kot transakcijsko tveganje deviznega tečaja (*transaction risk*) (Prohaska, 2004, str. 191).

### 2.3.3 Likvidnostno tveganje

Likvidnostno tveganje vključuje *funding liquidity risk* in likvidnostno tveganje, povezano s trgovanjem. Obe dimenziji likvidnostnega tveganja sta močno povezani. *Funding liquidity risk* se pojavi pri finančnih institucijah v primeru nemožnosti zagotavljanja obveznosti iz naslova kreditnih obveznosti ali zahtev strank po izplačilih sredstev. Likvidnostno tveganje, povezano s trgovanjem, krajše mu pravimo likvidnostno tveganje, je tveganje, da institucija ne bo uspela realizirati določene transakcije po tržni ceni zaradi pomanjkanja interesa na eni od obeh strani, nakupni ali prodajni. V primeru nemožnosti realizacije transakcije se pojavijo izgube, povezane z dotično pozicijo vrednostnih papirjev (Crouhy, 2001, str. 36).

## 3 GOSPODARSKA SLIKA SRBIJE

Devetdeseta leta so bila za srbsko gospodarstvo izjemno težka. To je obdobje balkanskih vojn in socialno-ekonomskega propadanja vseh vpletenih gospodarstev. Miloševićeva nacionalistična politika je državo in njeno gospodarstvo pripeljala do zloma. Zaradi politike genocida in teritorialnih teženj po sosednjih državah so Združeni narodi (ZN) leta 1992 proti takratni Zvezni Republiki Jugoslaviji (ZRJ) uvedli širok razpon gospodarskih sankcij. Članice ZN so z ZRJ prekinile vsakršne zunanjetrgovinske aktivnosti (uvoz in izvoz), prekinjeni so bili kapitalski tokovi in subvencije.

Padec Miloševićevega režima ob jugoslovanskih volitvah je bil po svoji vsebini in obliki predvidljiv dogodek. Pri tem so bili odločujoči trije procesi, tako z vidika analize vzrokov krize kot nosilcev političnega prevrata. Prvi krog zadeva popolno ekonomsko uničenje srbskega gospodarstva in splošno pavperizacijo prebivalstva. V trinajstih letih se je bruto domači proizvod na prebivalca zmanjšal za polovico, industrijska proizvodnja se je po napadih Severnoatlantskega zaveznitva (NATO) zmanjšala za 60 odstotkov in je leta 2000 zaostajala 18 odstotkov za tisto v letu 1998. Število brezposelnih je ocenjeno na 40 odstotkov, letna inflacija je kljub nadzoru cen še vedno nad 60 odstotkov, povprečna plača je bila v mesecu avgustu 2.040 dinarjev (okoli 80 mark). Zunanjemu neravnovesju (povprečni mesečni deficit se giblje med 180 in 220 milijoni dolarjev) lahko prištejemo razpad notranjega proračunskega in finančnega sistema, tako da se je gospodarstvo v volilnem letu zaradi lastnih protislovij in zunanjih blokad EU in ZDA znašlo v popolni krizi. Na drugi strani je bilo srbsko prebivalstvo v desetih letih Miloševićevega režima osiromašeno (dejansko okradeno) tudi s tremi velikimi monetarnimi manipulacijami, ki so uničile dinarske in devizne prihranke prebivalstva (Kovač, 2006).

Z nastopom nove demokratične, razvojno naravnane vlade premiera Zorana Đinđića leta 2001 je Srbija (takrat še sestavni del ZRJ) dobila boljše obete za razvoj družbe in gospodarstva. Že leta

2000 so jugoslovanske oblasti pričele z reformami za revitalizacijo gospodarstva. Prvi cilj monetarne in fiskalne politike je postalo nižanje stopnje inflacije ter spodbujanje gospodarske rasti, predvsem na račun povečanega izvoza. Visoka gospodarska rast globalnega gospodarstva v letu 2000, ta je znašala 4 odstotke, je ZRJ ponujala lepo priložnost, da se gospodarstvo počasi, a uspešno vključi v mednarodne tokove.

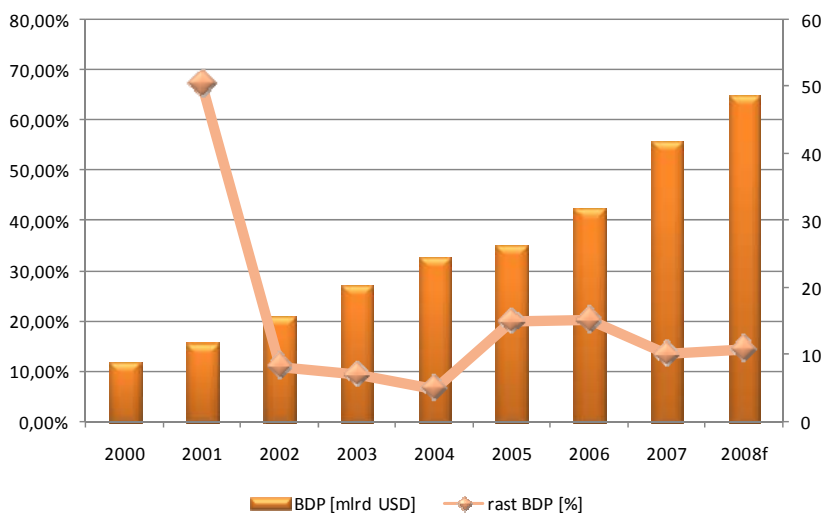
### 3.1 Gospodarska rast

Gospodarska slika leta 2001 je bila izjemno slaba. Zunanji dolg je znašal 11,74 milijarde USD, kar je predstavljalo 108 odstotkov BDP oziroma 425 odstotkov izvoza dobrin in storitev. Večina poslovnih subjektov je poslovala z izgubami. Ohromljeno je bilo delovanje velikih infrastrukturnih sistemov, kjer je prihajalo do redukcij in nerednega zagotavljanja virov. To je posledično vodilo do upočasnevanja ekonomske aktivnosti, ki v prihodnjih letih ni dosegala želenih optimističnih ciljev oblasti. Navkljub težavam se je na prelomu tisočletja gospodarstvo le pričelo prebujati. V obdobju 2000-2007 je povprečna rast srbskega gospodarstva znašala 5,5 odstotka. V prvi polovici obdobja so letne rasti večinoma ustvarjali javni izdatki, ti so v letu 2001 dosegali 50 odstotkov BDP.

V naslednjih letih je gospodarsko rast v največji meri spodbujal storitveni sektor. Najhitreje rastoči deli gospodarstva v zadnjih letih so: telekomunikacije, transportne storitve, finančno posredništvo in trgovina. Leta 2007 je srbsko gospodarstvo beležilo 7,5 odstotno rast. Najvišje rasti so dosegli sektorji telekomunikacij (39,7 odstotka), trgovine na drobno (22,8 odstotka) in gradbeništva (19,1 odstotka) (Republički zavod za statistiku RS; Communication No. 326 – year LVII, 27/12/2007).

Pred vplivom globalne finančne krize je znašala napoved rasti srbskega gospodarstva za leto 2008 7,5 odstotka. Z nastopom recesije v vseh velikih gospodarstvih Evrope, ki so poleg držav pristopnic k sporazumu CEFTA glavne srbske zunanjetrgovinske partnerice, se gospodarska aktivnost tudi v Srbiji umirja. Ocena letne stopnje rasti gospodarstva za leto 2008 se je znižala na 6,1 odstotka.

Slika 1: Gibanje BDP Srbije in njegova rast od leta 2000 do leta 2008



Op.: Podatek za leto 2008 je ocenjen.  
Vir: Mednarodni denarni sklad, 2008.

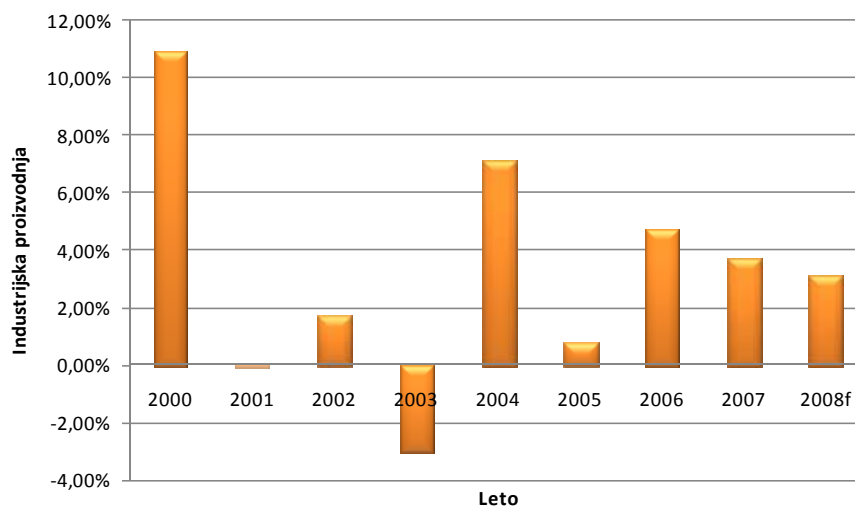
## 3.2 Industrijska proizvodnja

V prvih letih novega tisočletja se je srbska industrija znašla na robu stečaja. Zaradi balkanske vojne in mednarodnega trgovinskega embarga Srbije so se podjetja soočala z izgubo trga in posledično nesolventnostjo. Večinoma podjetja niso bila dovolj likvidna, da bi se samostojno spopadla z učinkovitim prestrukturiranjem in s prenovo proizvodnje. Tuje investicije so bile skromne, zaviralo jih je visoko politično tveganje in neurejeno poslovno okolje. Leta 2001 je obseg industrijske proizvodnje znašal le skromnih 38,5 odstotka obsega iz leta 1989 (NBS, Annual report 2001).

Pomanjkanje strategije razvoja gospodarstva, nizka motivacija v državnih podjetjih in prepočasna privatizacija so v letu 2003 negativno vplivali na industrijsko proizvodnjo, ki je zabeležila triodstotni padec. Zmanjšane aktivnosti velikih industrijskih podjetij zasebni sektor ni uspel nadomestiti, kar se je v naslednjem letu odražalo v višji stopnji brezposelnosti in povečanju trgovinskega primanjkljaja (NBS, Annual report 2003).

V naslednjih letih je industrijska proizvodnja sicer beležila rast, a predvsem na račun visokih rasti proizvodnje električne energije vode in plina. Predelovalna industrija, ki predstavlja 80 odstotkov celotne industrije, se je še vedno spopadala z neučinkovitim vodenjem in zmanjševanjem proizvodnje (NBS, Annual report 2005).

Slika 2: Rast industrijske proizvodnje od leta 1989 do leta 2008



Op.: Podatek za leto 2008 je ocenjen.  
Vir: Narodna banka Srbije, 2008.

V letu 2008 se je trend umirjanja rasti industrijske proizvodnje iz preteklih dveh let nadaljeval. Rast je po podatkih tretjega četrletja leta 2008, glede na enako obdobje prejšnjega leta, znašala 3,1 odstotka. Panoga z najvišjo rastjo je bila kovinsko predelovalna industrija, ki je v zadnjem četrletju beležila 18,6-odstotno rast (Republički zavod za statistiku RS: Communication: No. 300 – Year LVIII, 31.10.2008).

## 3.3 Devizni tečaj

Na slab položaj produktivnosti domače ekonomije in mednarodno konkurenčnost srbskega gospodarstva je v preteklosti močno vplivala tudi napačna tečajna politika Narodne Banke Jugoslavije. Do konca leta 2000 je bil fiksni tečaj dinarja (YUD) glede na nemško marko (DEM)

visoko precenjen. Uradni tečaj je znašal za 6 YUD za DEM, medtem ko se je na sivem trgu vzpostavljalo razmerje 30 YUD za DEM (IMF, 2002).

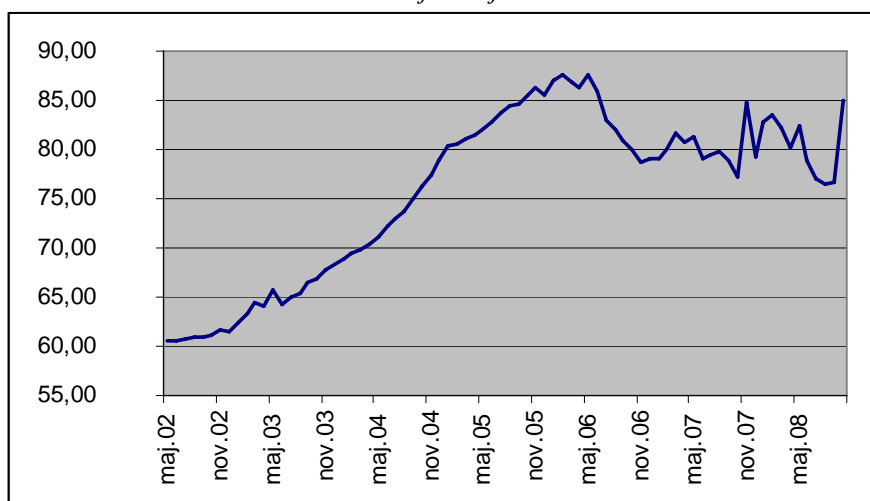
Zaradi mednarodne nekonkurenčnosti srbskega gospodarstva so v letu 2001 denarne oblasti sprejele odločitev, da je potrebno znižanje vrednosti domače valute oziroma prilagoditev uradnega menjalnega tečaja YUD/DEM glede na sivi trg. Namesto fiksnega tečaja so sprejeli nadzorovani drseči tečaj, menjalno razmerje pa določili na vrednost 29,85 YUD za DEM. V letu 2002 je stari jugoslovanski dinar (YUD) zamenjal novi (CSD), tečaj pa se je konec leta oblikoval pri vrednosti 61,52 CSD za evro (NBS, Annual report, 2002).

Nominalno menjalno razmerje dinarja napram evru je kljub intervencijam Narodne banke Srbije v naslednjih letih beležilo stalno rast. Ob koncu leta 2004 je tečaj dinarja zaključil pri razmerju 78,6 CSD za evro.

Leta 2005 je Narodna banka Srbije uvedla drseči devizni tečaj domače valute. To je pomenilo večjo odvisnost tečaja domače valute od mednarodne trgovine, tujih investicij in transferjev. Cilj uvedbe drsečega deviznega tečaja je bil znižanje stopnje inflacije in izboljšanje slike trgovinske bilance države (NBS, Annual Report, 2006).

V letu 2007 je domača valuta v primerjavi z evrom nominalno pridobila 5,2 odstotka. Najvišjo vrednost je dinar dosegel oktobra, in sicer 76,81 RSD za evro. Vzrokov za močno apreciacijo dinarja je bilo več, najpomembnejša sta bila povečan pritok tujih direktnih investicij in povečano povpraševanje po domači valuti zaradi napovedanih privatizacij. Leto 2008 je z vidika tečaja zelo turbulentno. Če se je vrednost dinarja v prvi polovici leta še držala na relativno visokem nivoju od 77 do 80 RSD za evro, pa temu v zadnjem četrtletju ni bilo več tako. Ponovno so bile v ospredju zmanjšane aktivnosti tujih investorjev, razprodaje naložb na borzi in umik sredstev iz domače valute. Manj je bilo tudi transferjev iz tujine (plače delavcev na tujem). Vse to je močno vplivalo na zniževanje vrednosti domače valute, ki je na dan 31. oktober leta 2007 znašala 84,99 RSD za evro (NBS, Annual Report, 2007).

Slika 3: Gibanje tečaja EUR/RSD



Vir: Narodna banka Srbije, 2008.

### 3.4 Inflacija

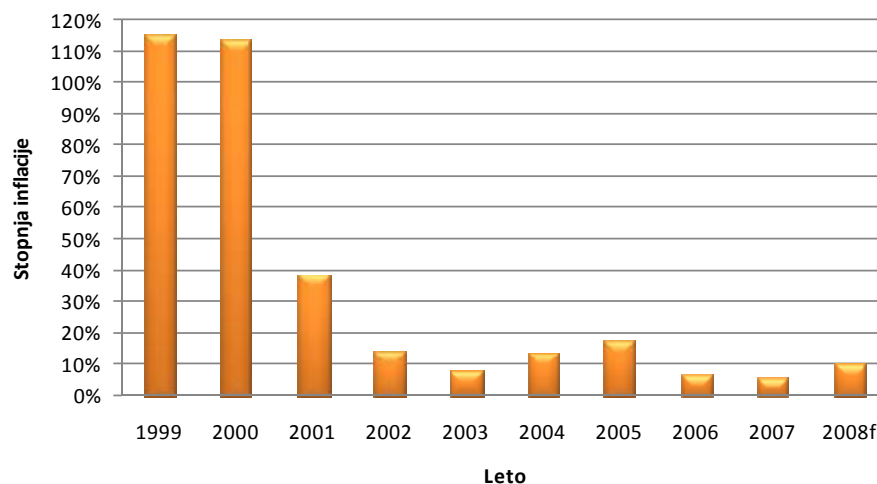
Po demokratičnih spremembah oktobra leta 2000 je tudi gospodarstvo počasi krenilo na pota tržne ekonomije. Leto 2000 je bilo v znamenju hiperinflacije, zato so Narodna banka Srbije in

finančne oblasti takratne ZRJ sprejele nove direktive monetarne politike. Leta 2001 so bili sprejeti cilji vzdrževanja stabilnega deviznega tečaja in zniževanja inflacije s 113 odstotkov, kolikor je bila leta 2000, na 35 odstotkov. Omejevalna monetarna politika (omejeno kreditiranje poslovnih bank pri NBS, povečevanje obveznih rezerv poslovnih bank, zmanjševanje kreditiranja javnega sektorja) je že v naslednjem letu obrodila sadove. Inflacija se je v letu 2001 znižala pod 30 odstotkov na letni ravni (NBS, Annual report, 2001).

V naslednjih dveh letih je inflacijska stopnja še upadala. Nižanje inflacije (v letu 2003 je znašala 7,8 odstotka) je bila posledica umirjanja cen energentov in javnih storitev. V letu 2005 je prišlo do ponovne rasti stopnje inflacije. Rast cen nafte na svetovnem trgu, depreciacija dinarja in neugodni vremenski dejavniki so podražili življenjske potrebščine in dvignili stopnjo inflacije v letu 2005 na raven 17,7 odstotka. V letih 2006 in 2007 so omejevalni denarni ukrepi ponovno ublažili inflacijske pritiske, tako da sta stopnji inflacije znašali 6,6 odstotka leta 2006 in 5,4 odstotka leta 2007 (NBS, Annual report, 2007).

Oktobrska inflacija je na letni ravni v letu 2008 znašala 10,6 odstotka. Glede na polletne podatke sta se v Srbiji najbolj podražili hrana (32,2 odstotka) in električna energija (8,9 odstotka), medtem ko so se, zaradi razmer na svetovnih trgih, naftni derivati pocenili za 4,7 odstotka (NBS, Inflation report, november 2008).

Slika 4: Stopnja inflacije v letih od 1999 do 2008



Op.: Podatek za leto 2008 je ocenjen.  
Vir: Narodna banka Srbije, 2008.

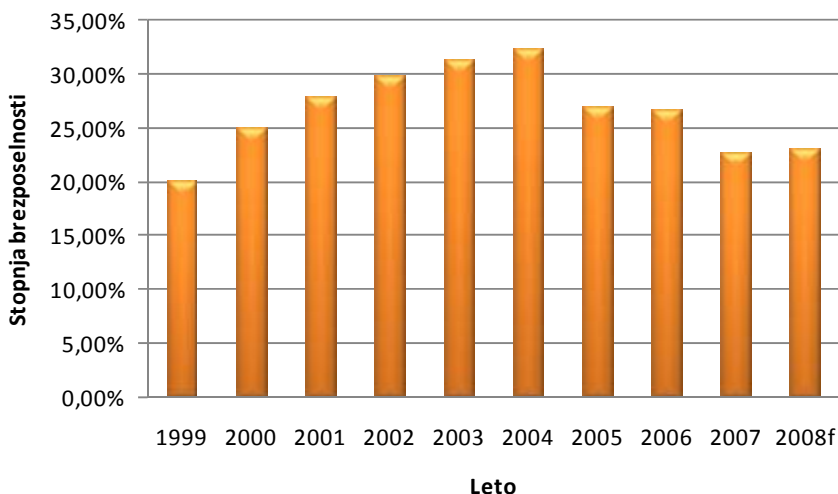
### 3.5 Brezposelnost

Porušeni temelji gospodarstva na prelomu tisočletja so se kazali v ogromni stopnji brezposelnosti. Zaposlenost je od začetka devetdesetih do leta 2000 padla za 20 odstotkov. V letu 2000 je bilo brezposelnih 812000 ljudi, kar je predstavljalo 25 odstotkov aktivnega prebivalstva. Poudariti je potrebno, da številka ni realna, saj je bila v teh letih evidenca brezposelnih slaba, veliko ljudi pa je imelo zaposlitev v sivi ekonomiji (NBS, Annual report, 2001).

V naslednjih letih se je stopnja brezposelnosti še povečevala. Veliki gospodarski sistemi so zaradi nekonkurenčnosti in izgube trga propadali in bili prisiljeni odpuščati delavce. Zaposlenost je rasla v zasebnem sektorju, ki pa je bil premajhen, da bi lahko učinkovito absorbiral brezposelno prebivalstvo. Uradna brezposelnost je v letu 2004 znašala 32,4 odstotka. Neuradna je bila na račun sive ekonomije precej nižja in je bila 18,5-odstotna (NBS, Annual report 2005).

V letu 2005 je bil prvič zabeležen padec stopnje brezposelnosti. Ta je bila po uradnih statistikah 26,9-odstotna, neuradno pa 20,8-odstotna. Trend zniževanja brezposelnosti se je v drugi polovici leta 2008 ustavil. Poleg globalne finančne krize je bila ponovna rast brezposelnosti tudi posledica privatizacije podjetij, prestrukturiranja in optimizacije zaposlenih (NBS, Annual Report 2008).

Slika 5: Gibanje stopnje brezposelnosti v letih 1999 do 2008



Op.: podatek za leto 2008 je ocenjen  
Vir: Narodna banka Srbije, 2008.

### 3.6 Plače

Plačna politika je skozi celotno preučevano razdobje od leta 2000 do leta 2008 zasledovala cilj dvigovanja življenjskega standarda. V letu 2000 so se povprečni prejemki srbskih gospodinjstev nominalno povečali za skoraj 90 odstotkov, realno pa le za 1,8 odstotka. Kljub rasti plač je v zadnjem desetletju prejšnjega stoletja realni življenjski standard srbskega prebivalstva močno upadel. Povprečna mesečna plača je leta 2000 znašala le 144 DEM. Plače so bile tako nizke, da v povprečju niso zadostovale za mesečno potrošnikovo košarico dobrin (NBS, Annual report, 2001).

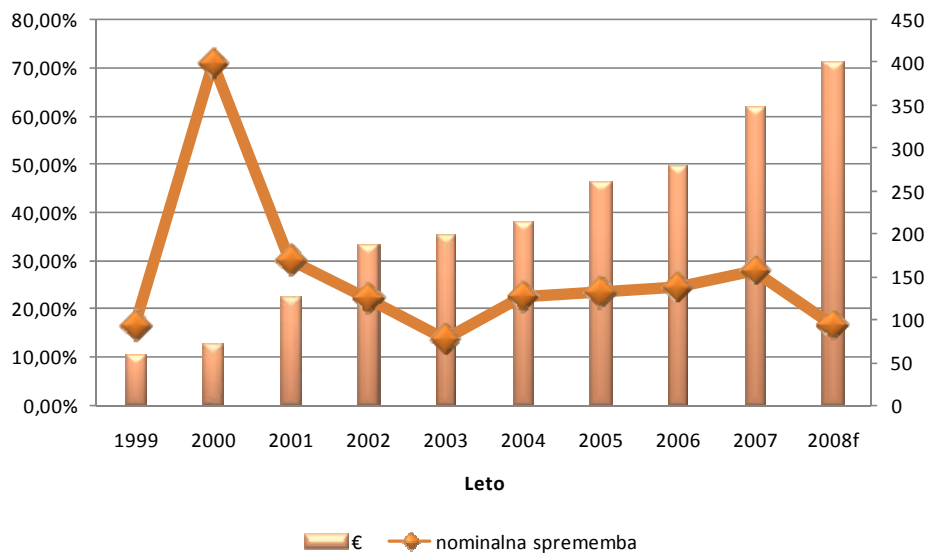
Kljub potrebnemu zviševanju plač in življenjskega standarda, pa njihove rasti ni opravičevala produktivnost zaposlenih. Rast plač je bila zato v naslednjih letih velikokrat vzrok povišane inflacije. V letu 2005 je plačna politika dosegla znižanje rasti plač, saj so te v letu povprečno zrasle za 6,2 odstotka, kar je sovpadalo s povečanjem produktivnosti v gospodarstvu. Plače so še vedno ostale nižje kot kjerkoli drugje v Evropi, povprečna bruto plača srbskega delavca je bila leta 2005 približno 250 evrov. Neto plače so se leta 2006 nominalno povišale za 24,4 odstotka glede na leto poprej. Tako je povprečna neto plača znašala 21.754 RSD (280 evrov). Ponovno so plače najbolj rasle v javnem sektorju (8,2 odstotka), posebno v šolstvu in kulturi (NBS, Annual Report, 2007).



Realna rast plač se je najbolj povečala v letu 2007 in sicer za 19,1 odstotka, nominalno pa za 27,9 odstotka. Tako je povprečna neto plača znašala 27.759 RSD (350 evrov). Kazalec rasti je dokaz, da so plače rasle hitreje od realne rasti BDP in bile ponovno eden glavnih dejavnikov za visoko inflacijo. Plače v javnem sektorju so se realno zvišale za 19,1 odstotka (NBS, Annual Report, 2007).

Rast plač se je v prvem polletju leta 2008 večinoma umirila, v povprečju se je namreč povprečna srbska plača povišala za 17 odstotkov, realno pa za 1,2 odstotka glede na isto obdobje leta 2007. Najvišje povprečne plače so bile v javnem sektorju, in sicer 36.841 RSD, medtem ko je povprečna plača srbskega državljana znašala 32.452 RSD (400 evrov) (NBS, Inflation Report, 2008).

Slika 6: Gibanje plač v letih 1999 do 2008



Op.: podatek za leto 2008 je ocenjen.

Vir: Narodna banka Srbije, 2008.

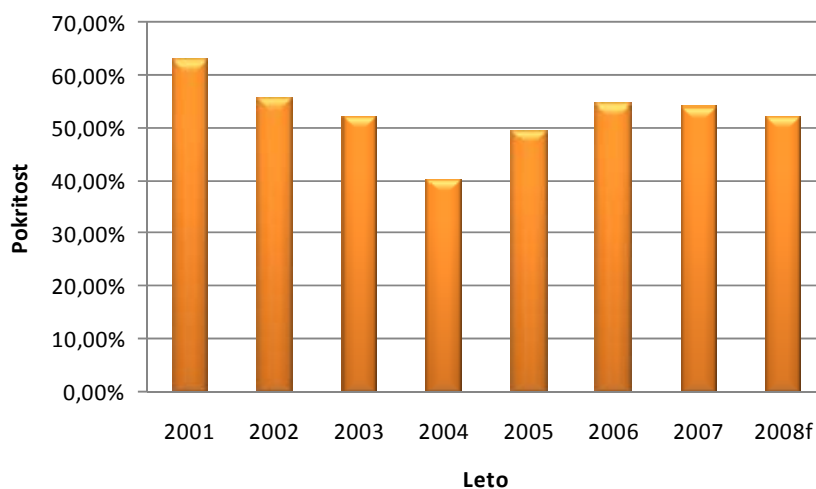
### 3.7 Trgovinska bilanca

V povojnem obdobju se je primanjkljaj na strani mednarodne menjave zelo povečal. Izvoz se je v letu 2000, glede na leto poprej, povečal za 15 odstotkov, na 1,72 milijarde USD, uvoz pa za 12,6 odstotka, na 3,71 milijarde USD. Kljub hitrejši rasti izvoza je bila pokritost uvoza v letu 2000 le 46,4-odstotna. Za oživitev mednarodne trgovine so bile potrebne korenite reforme v trgovinski politiki. Že leta 2000 je vlada predstavila glavnino reform za vzpostavitev mednarodne menjave in trgovine, vključno z vzpostavitvijo državnega proračuna in odpravo administrativnih ovir. Maja 2001 so vzpostavili poenotenje in znižanje tarif. Reforme so ciljale tudi na izboljšanje konkurenčnosti domačih podjetji. Kljub reformam je v naslednjih letih trgovinska bilanca beležila visok trgovinski primanjkljaj. Do leta 2004 je izvoz porasel na 4,08 milijarde USD, izvoz pa na 10,55 milijarde USD. Pokritost uvoza z izvozom v letu 2004 je bila le 38,7-odstotna (NBS, Ballance of payments of Serbia, 2000-2007).

Trgovinski primanjkljaj se je v letu 2005 glede na leto poprej zmanjšal za 16,5 odstotka, kar je posledica izjemno velikega, 22,2-odstotnega povečanja izvoza ter zmanjšanja uvoza za 2,6 odstotka. Tako se je pokritost izvoza z uvozom zvišala za 6,4 odstotne točke, na 45,1 odstotka. Znižanje uvoza v letu 2005 je bila posledica uvedbe davka na dodano vrednost (NBS, Annual Report, 2006).

V letu 2006 se je trgovinski primanjkljaj glede na leto 2005 povečal za 341 milijonov USD oziroma za 5,8 odstotka. Trgovinski primanjkljaj je znašal 6,23 milijarde USD. Višja rast izvoza (30,5 odstotka) od rasti uvoza (17,9 odstotka) je izboljšala pokritost uvoza z izvozom za 5,9 odstotne točke, na 51 odstotkov. Glavni razlog povečanja izvoza je bil posledica preteklih privatizacij in reorganizacij podjetij ter povišanja investicij v domače gospodarstvo. Na obseg uvoza pa sta ponovno najbolj vplivala rast cen naftnih derivatov in povečanje uvoza avtomobilov in elektronike (NBS, Annual Report, 2007).

Slika 7: Pokritost izvoza z uvozom v letih od 2001 do 2008



Op.: podatek za leto 2008 je ocenjen.

Vir: Narodna banka Srbije, 2008.

V letu 2007 je trgovinski primanjkljaj znašal 8,8 milijarde USD. Na letni ravni se je uvoz povečal za 39,1 odstotka, izvoz pa za 37,5 odstotka. Glavni dejavniki za povečanje izvoza so bile višje cene metalurških in kmetijskih proizvodov in vključitev Srbije med države podpisnice sporazuma CEFTA. Glavni dejavnik povečanega uvoza pa so bili, enako kot v vseh preteklih letih, naftni derivati.

V prvem polletju leta 2008 se je mednarodna trgovina močno okrepila. Glede na isto obdobje leta 2007 se je izvoz okrepil za 43,1 odstotka, uvoz pa za 47,7 odstotka. Primanjkljaj se je povečal kar za 52,4 odstotka glede na enako obdobje leta 2007 in je znašal kar 25 odstotka BDP (NBS, Annual Report, 2008).

### **3.8 Vpliv finančne krize na srbsko gospodarstvo**

Enako kot ostalih držav regije tudi Srbije globalna finančna kriza ni obšla. Vprašanje je, v kakšnem obsegu bo kriza ogrozila stabilnost domačega finančnega sistema. Nevarnost je predvsem v visokem tržnem deležu tujih bank in visokem zunanjem dolgu srbskega gospodarstva. Vpliv finančne krize se že kaže v upočasnjevanju kreditiranja na strani tujih komercialnih bank, ki zaradi likvidnostnih težav matičnih bank znižujejo kreditne aktivnosti v Srbiji. Enako se zaradi nižje likvidnosti znižuje zadolževanje domačega gospodarstva na tujem (NBS, Inflation report, november 2008).

Nizka likvidnost finančnega sistema se je v zadnjem četrtletju leta 2008 že kazala tudi v realnem sektorju. Napovedana gospodarska rast za konec leta 2008 je bila znižana s prvotnih 7,5 odstotka na 5,5 odstotka. Nižja gospodarska aktivnost v vseh zunanjetrgovinskih partnericah Srbije močno vpliva na znižanje aktivnosti domačega gospodarstva. Največji problem srbskega gospodarstva v času krize predstavljajo nekonkurenčna podjetja, ki še niso bila privatizirana in ustrezno prestrukturirana. Zaradi recesije velikih evropskih gospodarstev bo imela kriza negativen vpliv na izvoz, kar bo še poslabšalo sliko tekočega računa plačilne bilance. Glede na strukturo izvoza, kjer prevladujejo surovine (metalurgija) in polproizvodi, namenjeni nadaljnji predelavi (več kot 60 odstotkov izvoza), bo po ocenah analitikov vpliv finančne krize večji, kot če bi v izvozu prevladovali končni proizvodi, namenjeni potrošniku. Na poslabšano stanje tekočega računa vplivajo tudi nižji prejemki in nakazila iz naslova dohodkov dela srbskih državljanov na tujem. Nakazila iz tega naslova naj bi se po ocenah analitikov prepolovila, kar bo dodatno vplivalo na zniževanje vrednosti dinarja in zmanjšanje obsega deviz v državi. Tečaj dinarja je v drugi polovici leta 2008 močno narasel in se konec novembra približal vrednosti 90 RSD za evro. Pozitivne učinke bi lahko imela kriza le na raven cen. Umirjanje oziroma padanje svetovnih cen nafte, prehrabnih, metalurških in drugih surovin bi moralo umiriti tudi cene v domačem gospodarstvu. Najnovejše ocene Narodne banke Srbije o letni stopnji inflacije kažejo, da bo ta 8,8-odstotna (NBS, 2008).

## **4 MEDNARODNI ODNOSI**

Po letu 2000 so jugoslovanske oblasti vložile veliko truda v obnovo vezi z mednarodno skupnostjo. Kmalu po padcu režima Slobodana Miloševića je ZRJ ponovno pridobila sedež v Organizaciji združenih narodov. V naslednjih letih je Srbija postala članica organizacij, ki pomembneje vplivajo na nadaljnji razvoj gospodarstva in mednarodnih odnosov (glej Tabela 1). Po odcepitvi Črne gore junija leta 2006 je Srbija postala pravna naslednica članstev nekdanje skupne države.

Tabela 1: Status Srbije v posameznih mednarodnih organizacijah/zvezah

Organizacija	Status	Letnica članstva
Evropska unija	podpisan SAA	pogajanja
WTO	opazovalka	pogajanja
Mednarodni denarni sklad	polnopravno članstvo	2001
Svetovna banka	polnopravno članstvo	2001
EBRD	polnopravno članstvo	2001
Evropska investicijska banka	polnopravno članstvo	2001
Svet Evrope	polnopravno članstvo	2003
Partnerstvo za mir	polnopravno članstvo	2006

Vir: [http://www.worldstatesmen.org/International\\_Organizations2.html](http://www.worldstatesmen.org/International_Organizations2.html), 2008.

#### 4.1 Partnerstvo za mir in NATO

Partnerstvo za mir je program bilateralnega sodelovanja med posamezno državo partnerico in zvezo NATO (Severnoatlantska pogodbeni zveza). Partnerstvo za mir državam partnericam omogoča krepitev odnosov z zvezo NATO in določitev individualnih prioritet sodelovanja (<http://www.stabilitypact.org/about/spisanie.pdf>).

Srbija je k članstvu pristopila dne 14. decembra 2006 skupaj s Črno goro in z Bosno in Hercegovino. Za vse države Zahodnega Balkana je partnerstvo pomemben dejavnik politične in gospodarske stabilnosti. S partnerstvom in potencialnim polnopravnim članstvom v zvezi NATO država pomembneje zmanjša politično tveganje, kar nenazadnje privabi večje število tujih investicij. Že samo partnerstvo pomeni zagotavljanje človekovih pravic, svobode posameznika, denarne pomoči za humanitarne projekte ipd. Pogoji, ki ga mora Srbija izpolniti pred polnopravnim članstvom v Severnoatlantski pogodbeni zvezi, je popolno sodelovanje z Mednarodnim sodiščem za vojne zločine na območju nekdanje Jugoslavije v Haagu in izročitev vseh obtoženih za vojne zločine.

#### 4.2 CEFTA, Stabilizacijsko-pridružitveni sporazum z EU

Meje Evropske unije (EU), kot jih poznamo danes, niso dokončne. Države Zahodnega Balkana so naslednje v čakalnici za širitev Unije. Evropski svet je na vrhu v Helsinkih 2003 sprejel stališče, da je širitev EU na preostale balkanske države nujna za ohranitev miru in stabilnost v regiji (Rocheska, 2007, str. 111).

Napredek v približevanju EU so naredile balkanske države s podpisom trgovinskega sporazuma CEFTA maja leta 2007. Gre za sporazum proste trgovine med državami podpisnicami in EU, ki predstavlja predpripravo za polno članstvo v EU. Sporazum predvideva ukinitve carin za industrijske in kmetijske izdelke v državah podpisnicah sporazuma CEFTA najkasneje do leta 2010.

Liberalizacija v okviru CEFTA temelji na naslednjih petih točkah (Simić, 2007, str. 118):

- liberalizacija trgovine večine izdelkov,
- odprava vseh količinskih omejitev pri uvozu in izvozu izdelkov,
- zniževanje carin do 90 odstotkov med državami podpisnicami,
- regulativa zunanje trgovine se mora postopoma prilagoditi evropski zakonodaji,
- tranzicijska doba ne sme biti daljša od šestih let.

Stabilizacijsko-pridružitveni sporazum med Srbijo in Evropsko unijo (EU) je bil parafiran v Bruslju 7. novembra 2007, potem ko je bil septembra 2007 po 23-ih mesecih sklenjen tehnični del pogajanj med Srbijo in EU (Medjak, 2008, str. 3).

S podpisom Stabilizacijsko-pridružitvenega sporazuma se za Srbijo končuje obdobje stabilizacije razmer in začenja obdobje pridruževanja EU. Srbija dobiva potrdilo uspešnosti svojih reform ter politične in ekonomske stabilnosti, kar je najpomembnejši pogoj za priliv investicij in odpiranje novih delovnih mest, hkrati pa se s tem odpira novo poglavje v odnosih z EU, tokrat na višji ravni. Srbija tokrat prvič vstopa z EU v vseobsegajoče pogodbeno razmerje, v katerem so obveznosti dvostranske in jasno definirane. Stabilizacijsko-pridružitveni sporazum predstavlja pomemben korak k statusu kandidatke za članstvo v EU in k možnosti črpanja sredstev iz predpristopnih skladov EU, hkrati pa tudi korak k odpravi vizumov za državljane Srbije (Medjak, 2008, str. 4).

S podpisom Stabilizacijsko-pridružitvenega sporazuma se oblikuje med EU in Srbijo območje proste trgovine. To sicer za Srbijo pomeni zmanjšanje carinskih prihodkov, povečanje uvoza in negativen učinek na plačilno bilanco, vendar pa tudi večjo konkurenco na domačem trgu in znižanje cen nekaterih proizvodov, ki so zdaj zaščiteni s carinami (Medjak, 2008, str. 4).

## **5 ORGANIZIRANOST KAPITALSKEGA TRGA**

### **5.1 Beograjska borza**

Zgodovina Beograjske borze sega globoko v devetnajsto. stoletje. Trgovinska dejavnost s primarnimi proizvodi je v 20-ih in 30-ih letih devetnajstega stoletja doživela pravi razcvet in trgovci so kmalu začutili potrebo po transparentnem, organiziranem trgu. S tem bi odpravili marsikatero nevšečnosti in tveganja poslovanja. Vseeno so prvi poizkusi ustanavljanja blagovne borze propadli, ideja je zaživela šele šestdeset let kasneje. Leta 1886 je tedanja Skupščina Srbije sprejela Zakon o javnih borzah, devet let kasneje je bila ustanovljena Beograjska borza. Zgodovina borze, kakršno poznamo danes, se prične leta 2001. Takrat opravijo prve transakcije z delnicami podjetij iz procesa privatizacije, leto kasneje se prične trgovanje z obveznicami starega deviznega varčevanja. V letu 2002 so glavni del trgovanja prevzeli državni dolgoročni vrednostni papirji (obveznice Republike Srbije), ki predstavljajo temelj razvoja trga kapitala v naslednjih

letih ([www.belex.co.yu](http://www.belex.co.yu)).

## 5.2 Statut borze

Pravila delovanja Beograjske borze so določena z *Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata* (Službeni glasnik RS, št. 47/2006; v nadaljevanju: Zakon), s podzakonskimi akti *Komisije za hartije od vrednosti* (v nadaljevanju: Komisija) ter ustanovno listino borze, *Osnivačkim aktom Berze*.

Pravila določajo: komisijo za uvrščanje delnic v kotacijo, obveščanje Komisije, pogoje za članstvo na borzi in izgubo članstva, nadzor nad poslovanjem članov, organizacijo trgovanja na borzi, začasno zaustavitev in izključitev iz trgovanja z delnicami, način reševanja sporov med člani in udeleženci na trgu, način objavljanja aktov borze in informiranje o poslovanju, prepoved uporabe notranjih informacij in manipulacij ter zaposlene na borzi. Spremembe in dopolnitve Statuta ureja upravni odbor borze. Skladno z Zakonom Statut in njegove spremembe potrdi Komisija. Ko je Komisija o spremembah soglasna, so te javno objavljene. Veljati začnejo po objavi na spletni strani Beograjske borze ([www.belex.co.yu](http://www.belex.co.yu)).

## 5.3 Organiziranost kotacij

Trgovanje na Beograjski borzi je razdeljeno na tri segmente, A kotacijo, B kotacijo in izvenborzni oziroma prosti trg. Vsi trije segmenti vključujejo trgovanje z delnicami in obveznicami. Spodnja tabela prikazuje kriterije delniških trgov A in B kotacije. A kotacijo zasedajo delnice najboljših izdajateljev, ki po poslovanju in likvidnosti dosegajo najostrejše kriterije. Nekoliko ohlapnejši so kriteriji B kotacije (Priloga: Tabela 1).

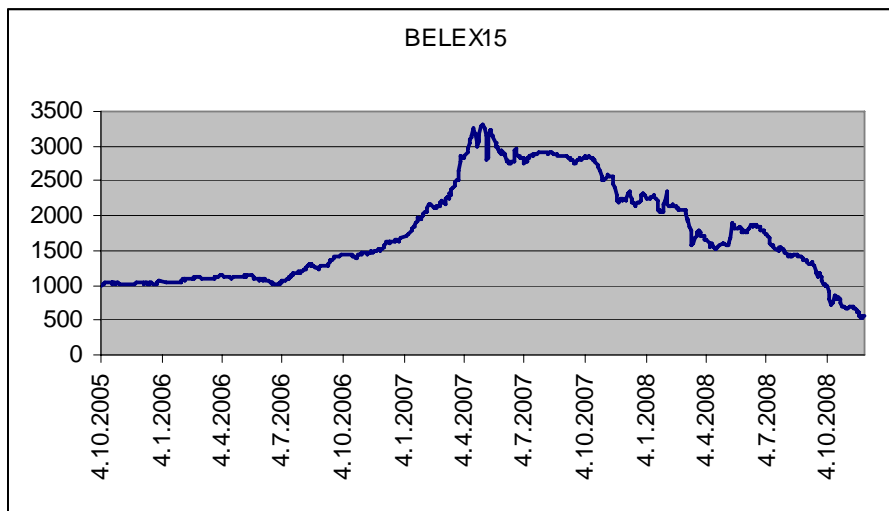
Na dan 31. oktober 2008 so bili v A kotaciji štiri izdajatelji: Energoprojekt Holding a.d., Soja protein a.d., Tigar a.d. in Metals banka a.d., a je bila slednja 7. novembra 2008 zaradi kršitve pravil iz A kotacije izključena. Šlo je za kršitev obveščanja javnosti o pomembnih poslovnih dogodkih. V prihodnje lahko pričakujemo širitev najbolj transparentne oblike kotacije z novimi izdajatelji. Novosadska AIK banka, ki velja za eno boljših srbskih bank, je že najavila interes za vključitev med elito. V A kotaciji se nahaja tudi osem obveznic Republike Srbije, in sicer: A2009, A2010, A2011, A2012, A2013, A2014, A2015 in A2016. Kriterij za sprejem obveznic v posamezno kotacijo prikazuje Tabela 2 (glej Prilogo). V B kotacijo so vključene le delnice podjetja Alfa Plam a.d., obveznic v B kotaciji ni. Najbolj razširjena je kotacija prostega trga oziroma izvenborzna kotacija. Ta je obsegala na dan 31. oktober 2008 1871 izdajateljev delnic. Izdajateljev obveznic na prostem trgu trenutno ni.

## 5.4 Pregled trgovanja na Beograjski borzi

### 5.4.1 Borzni indeks BELEX15

Indeks BELEX15 je bil prvič objavljen oktobra 2005. Indeks sestavlja 15 najboljših kotirajočih srbskih podjetij (Priloga: Tabela A), njegova začetna vrednost je bila 1000 točk. Namen indeksa je merjenje sprememb cen delnic, s katerimi se trguje po kontinuiranem načinu. Kot je razvidno iz spodnje slike, je indeks v lanskem letu beležil stalno rast. Rast cen delnic je bila posledica pritoka velikih količin kapitala na Beograjsko borzo. Najvišjo vrednost je indeks dosegel na dan 3. maj 2007, in sicer 3.304,64 točke. Indeks je tako od pričetka objavljanja vrednosti pridobil več kot 230 odstotkov vrednosti. Od pričetka maja 2007 pa vse do konca novembra 2008 je indeks izgubljal na vrednosti. Na padanje je v drugi polovici leta 2007 vplivala predvsem precenjenost tečajev delnic, sledilo je negotovo obdobje političnih vprašanj, na nadaljnje padanje tečajev vse do konca preučevanega obdobja pa je vplivala zlasti negotovost izida globalne finančne krize in njenega vpliva na srbsko gospodarstvo. Vrednost indeksa je konec novembra 2008 znašala 550,7 točke, kar je 83,3 odstotka manj kot v času najvišje vrednosti in 45 odstotkov manj od začetne vrednosti.

Slika 8: Gibanje indeksa BELEX15 od začetne vrednosti do 30.11.2008



Vir: [www.belex.co.yu/belex15/istorijski](http://www.belex.co.yu/belex15/istorijski), 2008.

### 5.4.2 Tržna kapitalizacija

Skupna tržna kapitalizacija posameznega kapitalskega trga meri velikost celotnega trga, izraženega v seštevku tržne vrednosti vseh kotirajočih podjetij. Velikost posameznega kapitalskega trga je zelo pomembna zlasti z vidika večjih, institucionalnih investitorjev (vzajemni skladi, pokojninski skladi, hedge skladi, holdingi, zavarovalnice ipd.). V primeru, da je trg velik, lahko pričakujemo tudi večje število udeležencev, posledično večjo razkropljenost lastniških deležev v posameznih podjetjih in tudi višjo likvidnost vrednostnih papirjev. Srbski kapitalski trg velja za manjšega, zato so na njem prisotni le maloštevilni institucionalni vlagatelji

iz tujine. Lastniški deleži so večinoma v lastništvu lokalnega prebivalstva in podjetij, zato sta preglednost poslovanja in likvidnost trgovanja z delnicami nižji kot na razvitih trgih. Tabela 2 prikazuje velikost posameznih kapitalskih trgov v primerjavi s srbskim.

Tabela 2: Tržna kapitalizacija borz posameznih držav na dan 31.12.2007

Država	Tržna kapitalizacija (v milijonih evrov)
<b>Srbija</b>	<b>18.200</b>
Slovenija	19.700
Romunija	24.500
Bolgarija	29.000
Hrvaška	57.600
Avstrija	144.700
Grčija	390.800
Nemčija	1.580.800
Francija	2.122.400
VB	2.977.600
ZDA	14.338.400

Vir: Bloomberg, Market capitalization by country 2008.

#### 5.4.2.1 Tržna kapitalizacija glede na velikost gospodarstva

Razmerje tržne kapitalizacije kapitalskega trga neke države in velikosti njenega gospodarstva (merjenega z BDP) se uporablja za ugotavljanje splošne podcenjenosti oziroma precenjenosti trga. Vseeno ne smemo pozabiti na pomanjkljivosti, ki jih izračun razmerja ne upošteva:

- razvitost kapitalskega trga (število in kapitalizacija posameznih podjetij),
- velika podjetja (po tržni kapitalizaciji) predstavljajo veliko utež v izračunu,
- razmerje je bolj primerno za medčasovno primerjavo na enem gospodarstvu kot med različnimi gospodarstvi v enakem obdobju.

Organizacija *International Finance Corporation* (IFC), ki deluje v sklopu Svetovne banke, opredeljuje porajajoče se trge kapitala kot trge, za katere velja eno izmed naslednjih dveh meril (Kleindienst, 2001, str. 408):

- razmerje med tržno kapitalizacijo trga, ki je dostopna portfeljskim investitorjem, in bruto družbenim proizvodom gospodarstva. Razmerje mora tri zaporedna leta znašati občutno manj kot povprečje razvitih trgov kapitala,
- trg deluje v gospodarstvu, katerega bruto domači proizvod na prebivalca leta 1997 ni presegel 9.656 USD.

Za izračun razmerja med tržno kapitalizacijo in bruto družbenim proizvodom se uporablja naslednja formula (1):



$$TK / BDP = \frac{TK}{BDP} * 100 \quad (1)$$

kjer simboli predstavljajo:

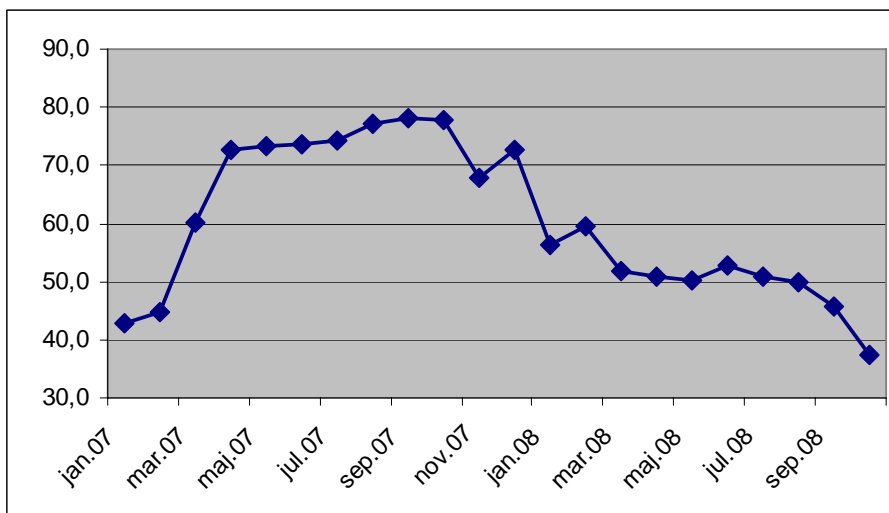
*TK* – tržna kapitalizacija delnic

*BDP* – bruto družbeni proizvod

Rezultat izračuna je odstotek BDP, ki ga predstavlja tržna vrednost delniškega trga na posamezni datum. V splošnem velja, da je trg precenjen, ko razmerje presega vrednost 100 odstotkov, in podcenjen, kadar je odstotek nižji od 50 (www.investopedia.com).

Spodnja slika prikazuje mesečno gibanje razmerja TK/BDP za Srbijo.

Slika 9: Razmerje med TK in BDP (v %) za obdobje od 31.1. 2007 do 30.11. 2008



Op: za izračune uporabljeni viri: [www.belex.co.yu/mesecne-statistike/trzna-kapitalizacija](http://www.belex.co.yu/mesecne-statistike/trzna-kapitalizacija), <http://webrzs.stat.gov.rs/BDP>  
Vir: lastni izračuni, 2008

Iz Slike 9 je razvidno, da je razmerje v zadnjem letu močno padlo. Gre za logično posledico padanja tečajev na Beograjski borzi. Glede na to, da je na dan 30. november 2008 velikost kapitalizacije delniškega trga znašala manj kot 50 odstotkov lanskega BDP, bi lahko zaključili, da gre za podcenjen trg. Trg pri razmerju TK/BDP, nižjem od 50 odstotkov, po navedbah ekonomske teorije ponuja veliko možnosti potencialnih kapitalskih dobičkov. Pri razmerju za srbski kapitalni trg moramo upoštevati tudi število in velikost kotirajočih podjetij na borzi. V primeru zaključene privatizacije in prisotnosti velikih državnih sistemov na borzi (elektrogospodarstvo, naftna industrija, telekomunikacije) bi ob nespremenjenem BDP tržna kapitalizacija močno narasla in razmerje ne bi več izkazovalo takšne podcenjenosti trga.. Relativno nizka kapitalizacija srbskega kapitalnega trga priča predvsem o potencialih, ki jih prinašata slabše razviti trg in nezaključena privatizacija. V prihodnje je pričakovati nova vključevanja podjetij v kotacijo Beograjske borze, investitorjem pa se ponujajo predvsem nove priložnosti v povezavi z že napovedanimi privatizacijami.

V Tabeli 3 so predstavljena razmerja tržnih kapitalizacij borz glede na bruto domači proizvod posamezne države. Načeloma velja, da je razmerje v državah z manj razvitim kapitalskim trgom nižje od razmerij v državah razvitih trgov.

Tabela 3: Razmerje med tržno kapitalizacijo in bruto domačim proizvodom na 31.12.2007(v %)

Država	TK/BDP (v %)
Romunija	20
Avstrija	53
Slovenija	57
Srbija	61
Nemčija	65
Bolgarija	100
Francija	112
ZDA	130
Hrvaška	140
Velika Britanija	148
Grčija	171

Vir: Bloomberg Market capitalization/GDP, 2008.

#### 5.4.3 Razmerje med dobičkom na delnico in ceno delnic (P/E)

Razmerje P/E izračunamo tako, da tržno vrednost delnice (TVD) na posamezni dan delimo z vrednostjo čistega dobička na delnico (ČDD) (2). Čisti dobiček na delnico izračunamo tako, da čisti dobiček podjetja delimo s številom izdanih delnic podjetja (št. D) (3) ([www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)):

$$P/E = \frac{TVD}{\check{C}DD} \quad (2)$$

$$\check{C}DD = \frac{\check{C}D}{\text{št.}D} \quad (3)$$

kjer simboli predstavljajo:

*TVD* – tržna vrednost delnice

*ČDD* – čisti dobiček na delnico

*ČD* – čisti dobiček podjetja

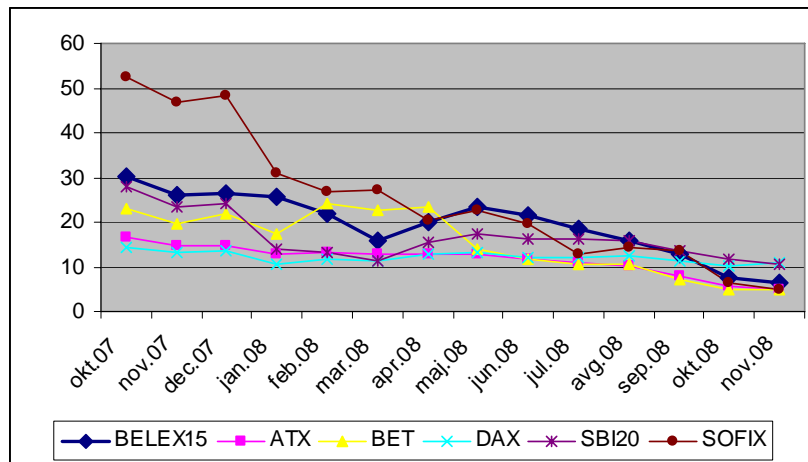
*št. D* – število vseh izdanih delnic podjetja

Razmerje P/E je eno najpogosteje uporabljenih razmerij za vrednotenje tržnih vrednosti podjetij. Pove nam, koliko let bi podjetje potrebovalo ob vsakoletnem doseganju enakih poslovnih rezultatov, da bi s čistim dobičkom pokrilo tržno vrednost podjetja. Če torej razmerje znaša 10, to pomeni, da bi podjetje potrebovalo 10 let za doseg pokritosti. Nižje kot je razmerje, ugodnejša je cena delnice glede na preteklo poslovanje. Čeprav aktualno razmerje P/E, ki ga izračunamo na podlagi dobička iz preteklega obdobja (npr. preteklega poslovnega leta) in

aktualne cene delnice na borzi, ne pove veliko o prihodnjem poslovanju, vseeno razmerje lahko uporabimo za ocenjevanje trenutne precenjenosti oziroma podcenjenosti podjetja.

Razmerje lahko uporabimo tudi na ravni posameznih borznih indeksov. Takrat računamo razmerje med skupno kapitalizacijo v indeks vključenih podjetij in njihovim seštevkom čistih dobičkov. Slika 10 prikazuje gibanje P/E razmerij za posamezne indekse v primerjavi z BELEX15.

Slika 10: Gibanje P/E razmerij za posamezni indeks v obdobju od 30.11.2007 do 30.11.2008



Vir: Bloomberg P/E indices by Country, 2008.

Iz Slike 10 je razvidno, da je v začetku preučevanega obdobja vrednost P/E indeksa BELEX15 presegala vrednost 30. Višje razmerje so v povprečju beležila le podjetja, vključena v bolgarski indeks SOFIX (preko 50). To je nakazovalo na relativno precenjenost delnic, na drugi strani pa na visoka pričakovanja investitorjev o prihodnjem poslovanju podjetij. Podjetja iz hitro rastočih ekonomij po navadi upravičeno kotirajo na višjih vrednotenjih kot podjetja z razvitih trgov. Zaradi nepopolno neizkoriščenih potencialov (naravni resursi, cenejša delovna sila, proizvodne kapacitete, odpiranje novih trgov) so pričakovanja o njihovi organski rasti poslovanja višja. Druga polovica leta 2008 je bila v znamenju razprodaj naložb na vseh delniških trgih. V tem obdobju so se P/E razmerja trgov v razvoju spustila pod vrednotenja razvitejših trgov. Gre za učinke nizke likvidnosti in velikih prodajnih pritiskov ter višjih stopenj tveganja, ki jih vlagatelji vključujejo v svoja pričakovanja, ki jih sicer v stanju normalne globalne ekonomije ne bi.

## 5.5 Privatizacija

V preteklih letih je Srbija veljala za državo visoke politične in ekonomske nestabilnosti. Njen politični in ekonomski razvoj je zaostajal za drugimi tranzicijskimi državami. V devetdesetih letih sta bili tranzicija in večstrankarska demokracija zaradi ideoloških, ekonomskih in mednarodnih razlogov *de facto* blokirani. Lastniško prestrukturiranje državnih podjetij sicer teče že od leta 1989, a zaradi nejasne družbene lastnine, ekonomiji neprijazne politike, primanjkljaja tujih investicij in večletne ekonomske krize v naslednjem desetletju ni obrodilo sadov. Nizek

delež zasebnega sektorja v družbenem proizvodu leta 2000 (40 odstotkov) je potrjeval, da je proces privatizacije pravzaprav na začetku. Zahvaljujoč političnim spremembam oktobra leta 2000 je Srbija stopila v novo obdobje političnih in ekonomskih reform. Zakon o privatizaciji iz leta 2001 je zamenjal predhodni model »nepotistične« privatizacije z novim, ki temelji na mednarodni izbiri strateških partnerjev (Petrini, 2007, str. 253).

Po atentatu na premierja Zorana Đinđića so na oblasti prišle politične sile, ki so spremenile tok privatizacije in reform v gospodarstvu. Privatizacija je bila do leta 2005 praktično zaustavljena, kar se je odrazilo v makroekonomskih neravnovesjih: visoki stopnji inflacije, visokem javnemu dolgu in visokem trgovinskemu primanjkljaju. Pospešitev procesa privatizacije velikih državnih podjetij je zato postala prioriteta aktualne oblasti (Cerović, 2006, str. 13).

Navkljub pomembnim premikom in rezultatom privatizacije je leta 2006 delež zasebnega sektorja v celotnem družbenem proizvodu še vedno znašal le 55 odstotkov (Petrini, 2007, str. 253).

V letu 2008 je v okviru privatizacije ostalih velikih državnih podjetij potekal brezplačni vpis delnic za vse državljane, ki te pravice še niso izkoristili. Vpisati je bilo mogoče delnice šestih podjetij: letalskega prevoznika JAT, naftne industrije NIS, elektrogospodarstva EPS, Telekoma Srbije, farmacevtskega podjetja Galenika in aerodroma Nikola Tesla (B92, 2008).

Nadaljnja privatizacija in uvrstitev omenjenih podjetij na Beograjsko borzo sta zaradi ekonomske krize in nizkega zanimanja vlagateljev za srbske delnice do nadaljnjega preloženi. Vsekakor pa bo nadaljnja privatizacija pozitivno vplivala na razvoj kapitalskega trga, popestrila trgovanje in povečala zanimanje tujih investitorjev za srbske delnice.

## 5.6 Tuje investicije

Urejanje vprašanja tujih investicij se je začelo januarja leta 2002, ko začel veljati *Zakon o tujih investicijah*. Glavni cilji zakona so vzpostavitev privlačnega in nediskriminatornega investicijskega okolja za tujce in pospeševanje tujih investicij. Zakon ureja področja tranzita kapitala, čezmejnih nakazil kapitalskih dobičkov, dividend in ostalih sredstev iz naslova investicij. Pospeševanja investicij se loteva s pomočjo subvencij, brezcarinskih olajšav pri uvozu opreme in desetletnega neobdavčljivega obdobja investitorjev (Petrini, 2006, str. 255).

Srbsko *Ministrstvo za ekonomske odnose s tujino* je poslalo v skupščinsko obravnavo dopolnjen predlog novega *Zakona o tujih naložbah*, ki naj bi bil sprejet do konca letošnjega leta<sup>1</sup>. Zakon, ki bo nadomestil obstoječi Zakon o tujih naložbah iz leta 2002, uvaja nov režim za tuje naložbe z nekaterimi izjemno pomembnimi novostmi. Tuji vlagatelji so tako v Srbiji prvič deležni obravnave, enake tisti, ki jo imajo domači vlagatelji, tuje naložbe pa ustreznega varstva po

---

<sup>1</sup> Leta 2006.

standardih razvitih gospodarstev. Zakon daje vlagateljem varstvo pred razlastitvijo in jamči prost prenos kapitala iz države. Reinvesticije dobička imajo status tujih naložb. Z izjemo proizvodnje orožja in medijskih hiš imajo lahko tujci večinski delež v kateri koli srbski družbi (Žigon, 2008, str. 8).

V majhnem odprtem gospodarstvu, kot je srbsko, igrajo tuje neposredne investicije pomembno vlogo razvoja. Pomenijo povezavo med domačim in tujim okoljem, ki prinaša dostop do tujih trgov, nove tehnologije, učinkovitejšega upravljanja in nenazadnje svežega kapitala. V prihodnjih desetih letih bo vrednost tujih investicij močno odvisna od gospodarskih reform, skupni znesek pa naj bi znašal med dvema in šestimi milijardami evrov. Geografski položaj Srbije bo k stopnji investicij vsekakor pripomogel, saj Srbija leži na križišču dveh najpomembnejših evropskih koridorjev. Srbija investitorjem in proizvajalcem ponuja veliko priložnosti in 55-milijonski trg v okviru trgovinskega sporazuma CEFTA, brezcarinsko trgovino domala vseh proizvodov z EU, hkrati pa je Srbija edina država v Evropi, ki ima sklenjen prostocarinski sporazum z Rusko federacijo in tako dostop do 150-milijonskega ruskega trga. V prid tujim investicijam je tudi zelo konkurenčna davčna politika. Davek od dobička podjetij znaša le 10 odstotkov, zelo konkurenčne so tudi stopnje davka na dodano vrednost. Navkljub naštetim pozitivnim dejavnikom in potencialu srbskega gospodarstva bo obseg tujih investicij v prihodnje odvisen od stopnje političnega tveganja, ki za enkrat v Srbiji ostaja relativno visoka (Petrini, 2006, str. 256).

## **6 TVEGANJA PORAJAJOČIH SE TRGOV NA PRIMERU SRBIJE**

### **6.1 Deželno tveganje Srbije**

Srbija je porajajoči se trg z zelo visokim deželnim tveganjem. Investitorji na Beograjski borzi so vsakodnevno izpostavljeni prav vsem oblikam deželnega tveganja, ki jih predvideva teorija. V zadnjih dveh letih je v ospredju politično tveganje, ki je doseglo vrhunec konec leta 2007 in v začetku leta 2008. Konec leta 2007 je bilo ponovno v ospredju vprašanje statusa Kosova, že tako napeto politično situacijo pa so še zaostрила notranja politična nesoglasja in predčasne parlamentarne volitve.

#### **6.1.1 Politična slika in možnost vzpona radikalnih sil**

Pri večini držav z visokim političnim tveganjem se zastavlja vprašanje, ali se lahko v nekem preučevanem obdobju ekstremistična, neodgovorna oziroma nesposobna skupina politikov povzpne do oblasti. Verjetnost takšnega dogodka je odvisna od naslednjih faktorjev (Nagy, 1979, str. 55):

- aktualna vlada je šibka (demokratsko izvoljena vlada ima šibko večino),
- aktualna vlada ima šibke kompetence (ni kompetenc za reševanje političnih, socialnih in

- ekonomskih težav),
- obstaja dobro organizirana skupina ekstremistov, ki z veliko verjetnostjo lahko prevzame oblast (na volitvah ali s silo).

Zadnje redne parlamentarne volitve 21. januarja 2007 in predčasne parlamentarne volitve 11. maja 2008 so bile prav v znamenju omenjenih dejstev. Kot je poročal spletni dnevnik B92 v prispevku *Investitori se plaše vraćanja nacionalizmu*, po mnenju Edwarda Parkerja, vodje oddelka za ocenjevanje tveganj porajajoćih se gospodarstev Evrope iz bonitetne agencije Fitch Ratings, s stališća tujih investorjev najvećjo nevarnost predstavlja vzpon nacionalistićno nastrojenih sil (B92, 2006). Parker je politićno stanje v Srbiji komentiral takole: »Zdi se, da v Srbiji še vedno obstaja nezadovoljstvo in občutek, da je bila mednarodna skupnost nepravilna do Srbije. Ankete že dolgo napovedujejo vodstvo Srbske radikalne stranke. Brezposelnost je še vedno relativno visoka. Čeprav Fitch še naprej misli, da je najverjetnejši povolilni izid formiranje demokratićno-reformistićne vlade, ni mogoće izkljućiti moćnosti zmage radikalcev in njihove vrnitve v vlado, še posebej če upoštevamo dejavnike, kot so Kosovo in medsebojna nasprotovanja politikov demokratićnega bloka. Tujii investitorji dvomijo, da so radikalci sposobni nadaljevati dosedanjo relativno uspešno ekonomsko politiko aktualne vlade. Zmaga radikalcev bi zagotovo pomenila prekinitev približevanja Srbije Evropski uniji, ki je pogojeno z izroćitvijo Ratka Mladića in polnim sodelovanjem s haaškim sodišćem.«

### **6.1.2 Kosovsko vprašanje in moćnost spopadov**

17. februarja 2008 je Kosovo razglasilo neodvisnost. Źe dalj časa napovedovano dejanje je sprožilo ostre polemike svetovne diplomacije, ki je ne glede na vzroke, potek in razpletanje kosovskega konflikta nihala med pragmatićnim pritrdjevanjem in naćelnim nasprotovanjem. V naslednjih mesecih je mlado drŹavo priznalo nad štirideset drŹav. Evropska unija ni zmošla enotnega zunanjepolitićnega stališća o omenjeni zadevi, zato ga je elegantno prepustila v presojo in odloćitev posameznih ćlanicam. Na drugi strani je Srbiji uspelo kosovsko vprašanje internacionalizirati do te mere, da je postalo predmet rusko-ameriškega strateškega tekmovanja; EU je pri tem pomemben, verjetno pa ne kljućni igralec (Zupanćić, 2008).

Ko so kosovske oblasti razglasile enostransko neodvisnost pokrajine, so bile oći investorjev uprte v srbske politike in njihov odgovor na nastalo situacijo. Zaradi razdeljenosti srbske politike na radikalno-nacionalistićno in demokratićno-proevropsko strujo se je politićno tveganje moćno okrepiło. Čeprav nobena od struj ne priznava neodvisnosti Kosova, so se pojavile razlike v reševanju situacije. Medtem ko so demokratićne skupine poudarjale mirno in diplomatsko reševanje situacije, so nacionalistićni politiki omenjali moćnost ponovnega angaŹiranja srbske vojske:

Aleksandar Simić je menil, da je vojna legitimno pravno sredstvo za obrambo Kosova, ko ne obstaja nobena druga moćnost. Svetovalec Vojislava Košunice je to izjavil v oddaji televizije RTS, njegova izjava pa je izzvala ostre reakcije in razdeljenost znotraj vladajoće koalicije.

Medtem ko so v Demokratski stranki izjavo ocenili kot neodgovorno, nevarno in vojno hujskaško, Demokratska stranka Srbije v Simićevi izjavi ni videla nič spornega (B92, 2007).

Razglasitev neodvisnosti pokrajine je kosovski parlament napovedoval že leta 2007. Uradna neodvisnost je bila napovedana za konec leta 2007, natančneje za 10. december 2007. S tem je stopnja političnega tveganja v Srbiji narasla, je posledično stanje na Beograjski borzi pojasnjeval Aleš Škerlak iz Publikuma.

Eden od glavnih razlogov za padec tečajev je politična nestabilnost v regiji, predvsem zaradi nerešenega statusa Kosova. Posledično so kupci previdnejši in ne povečujejo svojih naložb v Srbiji, saj vsi čakajo na rešitev krize. Dober primer so hrvaški institucionalni vlagatelji, ki so v obdobju vsesplošne rasti tečajev na veliko vlagali v srbske delnice, po nekaterih ocenah več kot 200 milijonov evrov od lanskega poletja, v zadnjih mesecih pa so svoje nakupe popolnoma ustavili. Pred 10. decembrom, ko naj bi na Kosovu razglasili neodvisnost, ne načrtujejo večjih nakupov na Beograjski borzi. Enako previdnost je zaznati tudi pri drugih institucionalnih vlagateljih, kar pomeni, da kratkoročno ne moremo pričakovati večjih rasti, ne glede na to, da je kar nekaj srbskih podjetij pokazalo dobre poslovne rezultate (Škerlak, 2007).

Navkljub previdnosti med vlagatelji je pri večini prevladovalo mnenje, da možnosti novih spopadov ni. Po kosovski vojni leta 1999 je Varnostni svet Združenih narodov sprejel *Resolucijo 1244*, ki določa, da je Kosovo ozemlje pod oblastjo *Začasne misije Združenih narodov*. Srbsko vojsko, ki se je morala umakniti iz pokrajine, so zamenjale enote KFOR.

Negativni trend na Beograjski borzi je v največji meri sprožil strah tujih investitorjev. Stanje duha domače borzne industrije je bilo, kot pojasnjuje Škerlak (2007), neomajno: »Na drugi strani pa so lokalni vlagatelji bistveno bolj nakupno razpoloženi, saj ocenjujejo, da bo glede statusa Kosova dosežen kompromis in tako trenuten položaj ocenjujejo kot dobro nakupno priložnost.«

## **6.2 Problem korupcije v Srbiji**

V zadnjih nekaj letih je korupcija postala problem, s katerim se soočajo prebivalci Srbije, mediji, domači politiki, tuji investitorji in mednarodne organizacije. Čeprav problem korupcije obstaja, odkar obstaja država, iskanje rešitve še vedno traja. Temelj boja proti korupciji predstavljajo rezultati raziskave organizacije *Transparency International* iz leta 2000, po katerih se je, glede na stopnjo korupcije, tedanja ZRJ uvrščala v sam vrh evropskih držav. Sledili so številni naporu državnih organov, mestnih oblasti in mednarodnih organizacij za odkrivanje slabosti sistema in dvigovanje javne zavesti o razmerah in oblikah korupcije. Kljub sprejetju novih protikorupcijskih zakonov in povišanju stopnje javnega razumevanja se naša družba še vedno nahaja v začetni fazi boja proti korupciji (Nenadić, 2003, str. 11).

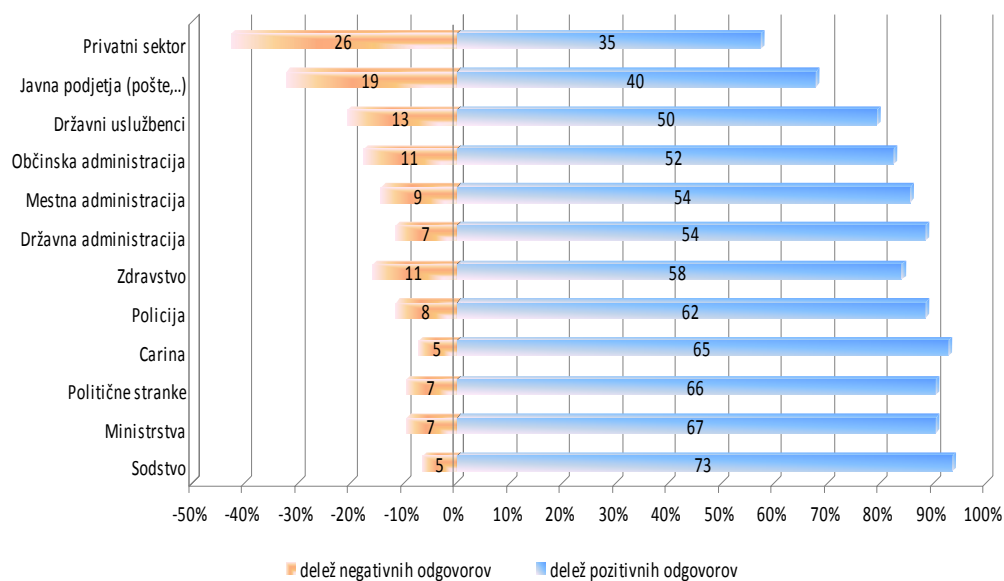
V preteklosti so bile sprejete tri glavne smernice v boju proti korupciji: zakonske reforme, nacionalna protikorupcijska strategije in izvajanje konkretnih aktivnosti. Nujno potrebne zakonske reforme so temeljile na sprejetju naslednjih zakonov (Begović, 2007):

- **Zakon o preprečevanju konflikta interesov** (sprejet leta 2004):
  - cilj: preprečevati korupcijo v javni upravi,
  - učinkovitost: nizka,
- **Zakon o financiranju političnih strank** (sprejet leta 2003):
  - cilj: transparentnost donacij posameznim strankam,
  - učinkovitost: stranke ne objavljajo popolnih poročil, sankcij za odgovorne ni,
- **Zakon o javnih naročilih** (sprejet leta 2002, dopolnjen leta 2004):
  - cilj: transparentnost javnih naročil,
  - učinkovitost: kompleksnost javnih financ ne omogoča popolnega nadzora, šibka vloga Agencije za nadzor javnih naročil,
- **Zakon o javnih uslužbencih** (sprejet leta 2005):
  - cilj: profesionalizacija in depolitizacija javne uprave,
  - učinkovitost: zakon neposredno ne vpliva na zniževanje korupcije,
- **Zakon o instituciji vladnega revizorja** (sprejet leta 2005):
  - cilj: revizija javnih financ,
  - učinkovitost: revizija se zaradi neuskklajenosti plač z zasebnim sektorjem še ne izvaja,
- **Zakon o varuhu človekovih pravic** (sprejet leta 2005):
  - cilj: zaščita človekovih pravic,
  - učinkovitost: institucija varuha človekovih pravic v Srbiji nima prave teže,
- **Zakon o kaznivih dejanjih** (sprejet leta 2006):
  - cilj: dopolnilo drugim protikorupcijskim zakonom,
  - učinkovitost: nizka.

Navkljub sprejeti zakonodaji se le-ta v praksi ne izvaja dovolj dosledno. Javnost tako še vedno občuti prisotnost problema korupcije, ki je po javnomnenjski raziskavi B. Begovića *Corruption in Serbia five years later (2007)* za leto 2006 najbolj prisotna v državnih institucijah (glej Sliko 11).



Slika 11: Odstotek prebivalstva, ki meni, da je korupcija prisotna v preučevanih institucijah; korupcija je prisotna (pozitivni odgovor), korupcija ni prisotna (negativni odgovor)



Vir: *Corruption in Serbia five years later*, Begović, 2007.

Iz raziskave je moč razbrati, da se prebivalstvo zaveda močne prisotnosti korupcije v vseh vejah oblasti. Zavest in morala naroda sta pri vprašanju korupcije še kako pomembni. Narod brez pravega zgleda in verodostojnosti skeleta sistema, kot je sodstvo, vlada, policija ipd., postane apatičen in se tudi sam ne ravna po etičnih načelih demokratične družbe.

Učinkovito spopadanje s korupcijo je tudi eden od pogojev, ki mora biti izpolnjen za doseg članstva Srbije v EU. *Svet Evrope za demokracijo in politična vprašanja* budno spremlja napredek Srbije na področju boja proti korupciji. Zadnja ocena sveta, ki ga vodi generalni sekretar Jean-Louis Loran, je bila sicer ugodna, a je opozorila na potrebna dodatna prizadevanja na področju boja proti korupciji.

Loran je izjavil, da je delegacija omenjenega sveta presenečena nad napredkom Srbije v zadnjih mesecih, a je hkrati opozoril, da so na področju boja proti korupciji potrebna še dodatna prizadevanja ([www.ekonomist.co.yu](http://www.ekonomist.co.yu)).

### 6.3 Kreditno tveganje v Srbiji

Kreditnemu tveganju so upniki na srbskem kapitalskem trgu izpostavljeni v primeru nakupa državnih obveznic Republike Srbije.

Srbija je sicer izdala nekatere dolžniške instrumente, vendar pa še vedno niso na voljo dolžniški dolgoročni instrumenti v domači valuti, preko katerih bi lahko izračunali dejanske razlike med obrestnimi merami v Srbiji in tujini. Če primerjamo donosnost nemških dolgoročnih obveznic, ki se giblje okoli 3,75 odstotka (podatek za konec meseca oktobra leta 2006), ter donosnost srbskih

obveznic, denominiranih v evrih, ki je na ravni okoli 6 odstotkov, potem je razlika v donosnosti okoli 3,25 odstotne točke. Trg očitno meni, da je Srbija precej tvegana država (Dlesk, 2007, str. 70).

Na srbskem kapitalskem trgu se od leta 2002 trguje z državnimi obveznicami *stare devizne štednje* z različnimi časi dospelosti. Gre za nekuponske obveznice, zato se donosnost oblikuje preko diskonta med tržno ceno obveznic in ceno ob dospelju.

### **6.3.1 Obveznice stare devizne štednje**

Obveznice *stare devizne štednje* izdaja Republika Srbija na osnovi obveznosti do prebivalcev iz deviznega varčevanja v bankah, ki so bile predmet likvidacije oziroma izgube bančne licence. Obveznice so denominirane v evre, njihova nominalna vrednost je 1 evro. Gre za nekuponske obveznice z različnimi časi dospelosti, vse do leta 2016. Datum dospelja je 31. maj.

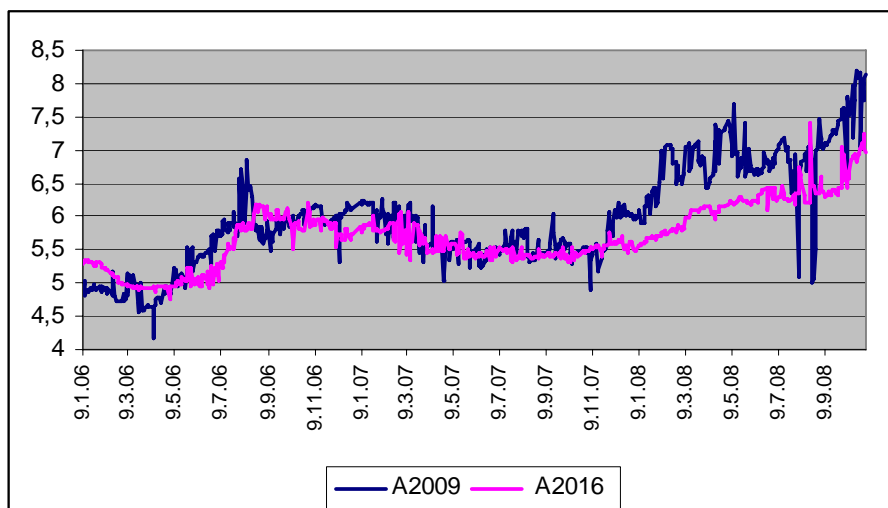
#### **6.3.1.1 Stopnja kreditnega tveganja glede na dospelost**

Za preučevani primer vzemimo obveznico z najdaljšim dospeljem, leta 2016 (A2016), in obveznico z najkrajšim, leta 2009 (A2009). Preučevano obdobje je od začetka leta 2006 do 31. oktobra 2008. Glede na teoretične predpostavke bi morala imeti obveznica z daljšim dospeljem večji tržni diskont in posledično višjo letno donosnost:

Kreditno tveganje se pojavi, ker pričakovani denarni tok za pokritje obresti in/ali glavnice obveznic ni zagotovljen. Institucije, ki kupijo obveznice, se izpostavijo kreditnemu tveganju. Na splošno pa velja, da institucije, ki kupijo obveznice z dolgoročno zapadlostjo, sprejemajo večje tveganje kot tiste, ki kupijo obveznice s krajšo dospelostjo (Saunders, 2000, str. 107).

Slika 12 prikazuje donosnosti obeh vrst obveznic. Razbrati je moč, da je skozi celotno preučevano obdobje donosnost obveznice A2009 višja od donosnosti obveznice A2016. Povprečna letna donosnost obveznice A2009 za preučevano obdobje znaša 5,98 odstotka, povprečna letna donosnost obveznice A2016 za isto obdobje pa 5,72 odstotka. Višja letna donosnost obveznice s krajšim dospeljem je neupravičena in jo lahko pripišemo neučinkovitemu trgu.

Slika 12: Letna donosnost obveznic A2009 in A2016 (v %)



Vir: [www.belex.co.yu/obvezniceRS/prinos](http://www.belex.co.yu/obvezniceRS/prinos), 2008

Iz slike je tudi razvidno, da se v zadnjem letu donosnost obveznic povečevala. Razloge lahko pripisujemo umiku tujih investitorjev z beograjskega kapitalnega trga in odprodaji naložb. Razumljivo je, da donosnost obveznic ob povečanem političnem in ekonomskem tveganju Srbije narašča.

## 6.4 Valutno tveganje v Srbiji

Tuji investitorji so v Srbiji izpostavljeni zelo visokemu valutnemu tveganju. Srbski dinar (RSD) sodi med valute fleksibilnega tečaja.

Bistvene prednosti fleksibilnega tečaja so: zunanjeekonomsko neravnotežje države (le-to se odraža v presežku/primanjkljaju celotne bilance) je samodejno odpravljeno z apreciacijo/depreciacijo domače valute, brez kakršnekoli intervencije države na deviznem trgu, in torej brez kakršnekoli spremembe v obsegu mednarodnih denarnih rezerv (te so pravzaprav nepotrebne) (Mrak, 2002, str. 75).

Literatura, ki temelji na preučevanju optimalnega valutnega področja, tako ocenjuje, da so režimi v okviru fiksnega deviznega tečaja bolj primerni za države z naslednjimi značilnostmi (Mrak, 2002, str. 88):

- **geografsko manjše države:** manjše države so v povprečju relativno močnejše povezane s tujino kot velike države, in torej tudi bolj izpostavljene dogajanju zunaj svojih meja,
- **odprta gospodarstva:** bolj ko je gospodarstvo odprto, večji je pomen blaga in storitev v mednarodni menjavi. To seveda pomeni, da je večji pomen mednarodnih cen in posledično tudi pomen deviznega tečaja,
- **države z manjšo stopnjo proizvodnje in izvozne diverzifikacije:** bolj ko je gospodarstvo diverzificirano, več je argumentov v prid uvedbe režima fleksibilnega deviznega tečaja,

- **države z geografsko koncentrirano zunanjetrgovinsko menjavo:** bolj ko ima država koncentrirano svojo menjavo s tujino na enega partnerja, večji je njen interes, da veže tečaj svoje valute na valuto partnerske države,
- **države, katerih inflacijska stopnja se ne razlikuje bistveno od svetovne inflacije:** države, ki imajo velike razlike med domačo inflacijo in inflacijo v partnerskih državah, morajo pogosto spreminjati svoj devizni tečaj, če želijo ostati konkurenčne v svetovnem gospodarstvu. Pri tem pa seveda velja opozoriti, da v državah, ki imajo zelo visoko inflacijo, lahko fiksiranje deviznega tečaja postane eden od ključnih elementov celotne ekonomske stabilnosti (primer valutnih odborov v nekaterih državah).

To pomeni, da se tečaj RSD kratkoročno oblikuje predvsem na račun razmerja med ponudbo in povpraševanjem po devizah. Intervencije Narodne banke Srbije sicer niso predvidene, razen v razmerah prevelikih anomalij med ponudbo in povpraševanjem po devizah. V času finančne krize, ko se prilivi deviz zaradi znižane aktivnosti tujih investicij zmanjšujejo, smo priča pogostejšim posegom Narodne banke Srbije na trgu.

Oktobra leta 2008 je Narodna banka Srbije dnevno spremljala gibanje medbančnega deviznega trga in intervenirala z namenom blažitve negativnih posledic svetovne finančne krize na monetarno-finančni sistem Srbije. Zaradi zagotavljanja likvidnosti in nemotenega funkcioniranja deviznega trga in prevelikih dnevnih nihanj tečaja dinarja je Narodna banka Srbije v oktobru 2008 prodala 269 milijonov evrov. V oktobru 2008 je RSD glede na evro nominalno depreciral za 9,9 odstotka (NBS, 2008).

## 6.5 Likvidnostno tveganje v Srbiji

Likvidnostno tveganje je eno od glavnih tveganj, ki jih borzni strokovnjaki izpostavljajo pri investiranju na srbskem kapitalskem trgu. Problem nizke likvidnosti srbskega kapitalskega trga se je pojavil ob povečani aktivnosti tujih vzajemnih skladov na Beograjski borzi. V začetku leta 2006, ko so bili v Sloveniji registrirani vzajemni skladi, ki svoja sredstva plemenitijo na balkanskih trgih, torej tudi na srbskem, so tečaji srbskih *blue chipov* narasli. Poleg slovenskih vzajemnih skladov (Publikum Balkan, MP-Balkan, KD Balkan, Ilirika Vzhodna Evropa in Triglav Balkan, NLB Balkan) so bili v Srbiji močno prisotni tudi hrvaški, avstrijski in švedski skladi. Zaradi rasti tečajev so na vrednostih pridobivale tudi točke vzajemnih skladov, to je privabilo nove investitorje, ki so z novimi denarnimi sredstvi dobesedno zasipali dotične vzajemne sklade. Ti so nova sredstva investirali na trg kapitala, kar je še dodatno vplivalo na rast tečajev. Prišlo je do naložbene spirale, ki je vodila do precenjenosti borznih tečajev.

Najpomembnejši dejavnik rasti cen delnic na balkanskih borzah je nesporno presežna likvidnost, saj na trgih ni zadostne ponudbe delnic, da bi lahko investitorji kupovali večje količine delnic, ne da bi pri tem zviševali cene. Med večjimi investitorji so slovenski vzajemni skladi, ki investirajo na območje Balkana. V zadnjih treh mesecih je bilo samo v te sklade vplačano za več kot 80 milijonov evrov in če dodamo še investitorje, ki svoja sredstva vlagajo neposredno na balkanske

trge, je to skupaj blizu 150 milijonov evrov. Če dodamo še hrvaške institucionalne investitorje, ki so po naši oceni še večji kot slovenski, je v tem letu bilo ali bo namenjenih za več kot 500 milijonov evrov svežih sredstev (Škerlak, 2007).

Z likvidnostnimi problemi se investitorji v Srbiji soočajo tudi v času korekcije. Začaran krog prodaj je za spletni portal Finančna točka pojasnila Katja Kraškovic iz KD Group: »Vsekakor je tu velik vpliv malih vlagateljev – predvsem gre za začaran krog, kjer veliki prodajajo predvsem zato, ker mali vlagatelji ob vseh dogodkih želijo svoj denar nazaj. Tako istočasno prodajajo mali vlagatelji, ki investirajo direktno na borzo, in mali vlagatelji, ki črpajo denar iz sklada, in seveda upravljavci posledično prodajajo.«

## 7 SWOT ANALIZA INVESTIRANJA V SRBIJO

To poglavje služi kratkemu pregledu srbskega investicijskega okolja, opisanega v diplomski nalogi, s pomočjo SWOT analize. Analizo sestavljajo štiri kvadranti, ki predstavljajo glavne **prednosti, priložnosti, slabosti** in **tveganja** investiranja na srbski kapitalski trg. Izsledki analize predstavljajo temelj zaključnim ugotovitvam, opisanim v poglavju SKLEP.

### 7.1 Prednosti in priložnosti

Med glavne **prednosti** srbskega gospodarstva uvrščamo razpoložljivost resursov. Zaradi pomanjkanja razvojnih strategij na vseh nivojih gospodarstva v preteklosti ima aktualno gospodarsko stanje izjemen potencial neizkoriščenosti kapacitet. Proste kapacitete v industrijski proizvodnji, ki dandanes dosegajo le okoli 40-odstotno izkoriščenost glede na leto 1989, v navezi s poceni in razpoložljivo delovno silo so glavni generator tujih investicij v obnovo srbskega gospodarstva. Pospešena rast investicij in prisotnost tujega kapitala sta v zadnjih letih močno dvignili produktivnost, kar se odraža v hitri gospodarski rasti. Bistvena prednost srbskega gospodarstva, v primerjavi s podobnimi porajajočimi se trgi po svetu, je nedvomno geografski položaj in bližina evropskega trga. Edinstveni so tudi odnosi z Rusko federacijo, s katero ima Srbija sklenjen trgovinski sporazum. Srbija bi lahko to navezo s pridom izkoristila in postala trgovinski most med EU in Rusko federacijo.

Privlačnost resursov se v zadnjih letih povečuje zaradi **priložnosti**, ki jih ima Srbija. Gre za evroatlantske integracije, ki pomenijo reformo gospodarstva in družbenopolitičnega sistema. S tem je odpravljen velik del tveganj, ki bi sicer odvrčal tuje naložbe. Zniževanje tveganj pomeni hitrejšo stopnjo privatizacije, ta je nujno potrebna za obnovo gospodarstva in povečevanje konkurenčnosti. Približevanje EU prinaša hitrejši razvoj tudi na račun kohezijskih sredstev. Brez evropske denarne pomoči bi Srbija stežka odpravila pomanjkljivosti v infrastrukturi, razvoju podeželja ipd.

## 7.2 Slabosti in nevarnosti

**Slabosti**, ki jih kaže trenutna podoba srbskega gospodarstva, so povezane s slabše razvitim gospodarstvom in družbenopolitičnim sistemom. Gospodarska slika se je v zadnjem desetletju sicer močno izboljšala, a ima še vedno značilnosti tranzicijskega gospodarstva: visoko brezposelnost, visoko inflacija, zunanjetrgovinski primanjkljaj ter nestabilnost domače valute. Za izboljšanje gospodarske slike sta potrebna dokončna reforma gospodarstva in povišanje konkurenčnosti. V prihodnje je pričakovati, da se bo gospodarska slika še izboljšala, s tem pa bo odpravljena večina slabosti, povezanih z njo. Med slabosti štejemo tudi manj razvit kapitalski trg ter s tem povezano nizko likvidnost delnic, asimetrijo informacij in nižjo transparentnost poslovanja delniških družb.

Ko je govora o **nevarnostih** pri investiranju v Srbijo, ne smemo pozabiti na politično nestabilnost oziroma možnost vzpona radikalnih sil. Srbska politika je razdeljena na dva pola, trenutno je na čelu vlade demokratični, proevropski, katerega primarna politika je približevanje Srbije EU. Drugi blok je nacionalistično-radikalen, ta srbsko pristopanje k EU pogojuje z ohranitvijo Kosova pod srbsko oblastjo in je do evropske politike manj dovzeten. V primeru radikalizacije politike bi torej tveganje naraslo, po vsej verjetnosti bi prišlo do negativnih kapitalnih tokov, kar bi drastično poslabšalo gospodarsko sliko Srbije. Trenutno največjo nevarnost srbskemu gospodarstvu predstavlja globalna finančna kriza, ki se že kaže v realnem sektorju in poslabšanju gospodarske slike (depreciacija valute, zniževanje izvoza, rast brezposelnosti).

Tabela 4: SWOT analiza investiranja v Srbijo

<p style="text-align: center;"><b>Prednosti</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- geografski položaj,</li> <li>- poceni razpoložljiva delovna sila,</li> <li>- hitro rastoče gospodarstvo,</li> <li>- neizkoriščene kapacitete podjetij,</li> <li>- neizkoriščenost resursov,</li> <li>- konkurenčna davčna politika,</li> <li>- trgovinski sporazumi (CEFTA, sporazum z Rusko federacijo),</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Slabosti</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- visoka brezposelnost,</li> <li>- visoka inflacija,</li> <li>- zunanjetrgovinski primanjkljaj,</li> <li>- visoka stopnja korupcije,</li> <li>- politična nestabilnost,</li> <li>- nizka likvidnost delnic,</li> <li>- nizka transparentnost poslovanja,</li> <li>- asimetrija informacij,</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Priložnosti</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- privatizacija,</li> <li>- razvoj domače industrije pokojninskih in vzajemnih skladov,</li> <li>- približevanje evroatlantskim integracijam,</li> <li>- pridobivanje sredstev iz evropskih skladov,</li> <li>- tuje investicije,</li> <li>- zmanjševanje brezposelnosti,</li> <li>- zniževanje inflacije,</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Nevarnosti</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- nerešen status Kosova - možnost lokalnih spopadov,</li> <li>- nesodelovanje s haaškim sodiščem,</li> <li>- vzpon radikalnih sil,</li> <li>- depreciacija valute,</li> <li>- svetovna finančna kriza.</li> </ul>

Vir: Lastne ugotovitve, 2008.

## SKLEP

Srbija je med zadnjimi državami bivšega socialističnega sistema, ki stopa po poti tranzicije gospodarstva in demokratizacije družbe. Njena črna preteklost nacionalistične politike Slobodana Miloševića je državo popolnoma ohromila in pretrgala politične in poslovne vezi s svetom. Gospodarstvo je na prelomu tisočletja doživelo kolaps in se šele z zamenjavo oblasti leta 2002 pričelo spopadati z vprašanji demokratizacije in prenove gospodarstva. Samoizolacija pa ni povzročila le nepopravljive škode gospodarstvu, načeta je bila tudi zavest ljudstva, ki je izgubilo stik z zahodnim svetom in demokratičnimi vrednotami. Družbo še danes pesti nizka stopnja vladavine prava in močno prisotna korupcija na vseh družbenih ravneh.

Zaostanek v razvoju v primerjavi s preostalimi državami bivšega socialističnega bloka pa danes ponuja vrsto investicijskih priložnosti, ki spremljajo pospešen gospodarski razvoj. Zadnja leta velja Srbija za zelo zanimivo tarčo tujega kapitala. Država ponuja vrsto neizkoriščenih resursov (poceni delovna sila, proste kapacitete v industriji, velik kmetijski potencial ipd.), ki ob pomanjkanju domačega kapitala na široko odpira vrata tujim investicijam.

Srbsko porajajoče se gospodarstvo ponuja vrsto priložnosti tudi portfeljskim vlagateljem. Navkljub visokim tveganjem so v preteklih letih investitorji dobesedno preplavili srbski kapitalski trg. Beograjska borza je doživela razcvet, tečajji delnic so ob relativno nizki likvidnosti beležili nadpovprečne rasti. Šok so vlagatelji začeli doživljati ob koncu leta 2007, ko so bile delnice srbskih podjetij povečini vrednotene previsoko, zato je bila korekcija tečajev neizogibna. Hkrati so kosovske oblasti ob koncu leta 2007 napovedale osamosvojitve pokrajine in dodatno zaostrele že tako zaostrene politične razmere v državi. Čeprav vlagatelji niso pričakovali razvoja dogodkov v nove spopade, se je val investicij na borzo mahoma zaustavil, veliko vlagateljev se je zaradi previdnosti s trga raje umaknilo. Tečajji so posledično izgubili na vrednosti, kar je sprožilo nov val razprodaj in še globlje padce tečajev.

Sredi leta 2008 je na borzno dogajanje pričela silovito vplivati svetovna finančna kriza, ki je ob skoraj nični likvidnosti delnic še dodatno znižala tečaje. Danes tako večina delnic kotira na izjemno nizkih nivojih, od 50 do 80 odstotkov nižje od najvišjih vrednosti. V stanju normalne gospodarske aktivnosti bi lahko z gotovostjo trdili, da so tečajji podcenjeni in dolgoročno ponujajo lepo priložnost za zasluzke.

Čeprav dogodki, ki smo jim bili priča v letu 2008, kratkoročno zaznamujejo dogajanje na borzi, je dolgoročno zasledovanje kapitalskih dobičkov možno le ob ugodnih gospodarskih gibanjih in uspešnem vodenju podjetij. Srbsko gospodarstvo je v preteklih letih doživelo napredek. Inflacija, ki je bila v letu 2000 113-odstotna, se je umirila in zadnja leta ne presega 10-ih odstotkov. Hkrati gospodarstvo zadnja leta beleži visoke gospodarske rasti (povprečna letna rast v zadnjih letih 5,5 odstotka), kar je znatno višje od povprečja gospodarske rasti v EU. Pospešeno rast gospodarstva spremlja zniževanje brezposelnosti, ki je ob upoštevanju ocen o obsegu sive ekonomije še nekoliko nižja od uradnih statistik. Zniževanje brezposelnosti in rast plač sta pomembna za

kupno moč prebivalstva in akumulacijo presežnih sredstev v varčevanje. Varčevanje domačega prebivalstva je pomembno za dolgoročen razvoj kapitalskega trga – za razvoj pokojninskih skladov, investicijskih skladov ter drugih oblik varčevanja v vrednostnih papirjih.

Kako močan vpliv bo imela finančna kriza na srbsko gospodarstvo, je težko napovedovati. Dejstvo je, da znižana aktivnost razvitih gospodarstev in posledično nižja stopnja investiranja na porajajoče se trge znižuje gospodarske aktivnosti tudi v Srbiji. Pred Srbijo je tako ponovno težko obdobje, ki pa ga lahko s pridom izkoristi. Politika mora postati enotnejša, predvsem pri vprašanih evroatlantskih integracij. Potrebne so številne gospodarske in politične reforme, ki vodijo k polnopravnemu članstvu v EU. Prednosti in priložnosti, ki jih navaja SWOT analiza, brez evropske usmeritve Srbije in integracije v skupni evropski trg dolgoročno ne pomenijo veliko. Približevanje članstvu pomeni zniževanje tveganj in privabljanje tujega kapitala. Aktiviranje neizkoriščenih resursov, kot so poceni delovna sila, proste industrijske kapacitete, naravna bogastva, brez tujega kapitala in odpiranja novih trgov ni mogoče in lahko dolgoročno predstavljajo celo tveganja. Nadaljevanje evropske poti Srbije je zato nujno za razcvet gospodarstva in posledično kapitalskega trga.

Investiranje na srbski kapitalski trg se je v preteklosti že izkazalo za izredno donosno, priča pa smo bili tudi porastu domala vseh omenjenih tveganj, ki jih predvideva teorija porajajočih se trgov. SWOT analiza omenja pomembnejša tveganja in nevarnosti v povezavi s slabimi razmerami v gospodarstvu in visokim političnim tveganjem. Poleg notranjih tveganj je dandanes prisotno tudi visoko tveganje finančne krize in njenega vpliva. Upad tujih naročil in posledično izvoza poslabšuje trgovinsko bilanco, znižuje vrednost domače valute, povečuje brezposelnost ipd. Slabe napovedi gospodarskih gibanj se odražajo tudi pri dogajanjih na kapitalskem trgu. Zanimanja za srbske delnice praktično ni, zaustavljene so načrtovane privatizacije pomembnih državnih podjetij, katerih dolgoročno poslovanje je močno odvisno od dokapitalizacij in prestrukturiranj s strani tujih strateških partnerjev. Vendar pa je to trenutno stanje, ki se bo v prihodnje po vsej verjetnosti izboljšalo. Po koncu svetovne gospodarske krize bo tudi srbsko gospodarstvo zaživelo. Takrat je pričakovati nadpovprečne rasti poslovanja podjetij, ki so v preteklosti že pokazala zmožnosti konkuriranja na svetovnem trgu, nadaljnji razcvet bi moral doživeti tudi domači bančni sektor. To so tako imenovani *blue chipi* Beograjske borze, na katere gre dolgoročno vsekakor staviti.



## LITERATURA IN VIRI

1. B92 (2006). *Investitori se plaše vraćanja nacionalizmu*. Najdeno 12. oktobra 2008 na spletnem naslovu [http://www.b92.net/info/vesti/tema.php?yyyy=2006&mm=10&nav\\_id=214252](http://www.b92.net/info/vesti/tema.php?yyyy=2006&mm=10&nav_id=214252).
2. B92 (2007). Simić: *Rat pravno sredstvo*. Najdeno 8. septembra 2008 na spletnem naslovu [http://www.b92.net/info/vesti/index.php?yyyy=2007&mm=12&dd=5&nav\\_category=640](http://www.b92.net/info/vesti/index.php?yyyy=2007&mm=12&dd=5&nav_category=640).
3. B92 (2008). *Više preduzeća za besplatne akcije?* Najdeno 12. oktobra 2008 na spletnem naslovu [http://www.b92.net/biz/vesti/srbija.php?yyyy=2008&mm=10&dd=14&nav\\_id=323457](http://www.b92.net/biz/vesti/srbija.php?yyyy=2008&mm=10&dd=14&nav_id=323457).
4. Begović, B. (2007). *Corruption in Serbia five years later*. Najdeno 7. septembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.clds.org.yu/newsite/Politika%20i%20korupcija%20Eng.pdf>.
5. Cerović, B. (2006). *Privatisation in Serbia Evidence and Analysis. Introduction*. Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu. Beograd: Ekonomska fakulteta.
6. Crouhy, M., Galai, D. & Mark, R. (2001). *Risk Management*. New York: McGraw-Hill Corp.
7. Dlesk, M. (2007). *Analiza možnosti nastanka finančnih kriz v državah bivše Jugoslavije*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
8. *Eight years of the Stability Pact for South Eastern Europe – From Stabilisation to Integration* (2007). Najdeno 15. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.stabilitypact.org/about/spisanie.pdf>.
9. *Economist* (2008). *SE: Impresionirani smo napretkom Srbije*. Najdeno 15. novembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.economist.co.yu/vesti/srbija/68848.html>.
10. *Emerging Markets Economy*. Najdeno 4. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/terms/e/emergingmarketeconomy.asp>.
11. Hook, C.J. (2001). *Emerging Markets. A practical Guide for Corporations, Lenders, and Investors*. Canada: John Wiley & Sons, Inc.
12. IMF (2002): *Federal republic of Yugoslavia: Selected Issues and Statistical Appendix* (maj 2002). Najdeno 12. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2002/cr02103.pdf>

13. Kazalci potenciala razvijajočih se trgov v svetu. *Mednarodno poslovno pravo, XVII, (191) 21.*
14. Kleindienst, R. (2001). *Varčevanje v domačih in tujih delnicah.* Ljubljana: GV Založba.
15. Kovač, B. (2000, 19. oktober). Po Miloševiću desetletno zdravljenje. Finance. Najdeno 10. septembra 2008 na spletnem naslovu <http://finance.si/172>
16. Medjak, V. (2007). Stabilizacijsko-pridružitveni sporazum med EU in Srbijo. *Mednarodno poslovno pravo, XVIII (210), 3-5.*
17. Mrak, M. (2002). *Mednarodne finance.* Ljubljana: GV Založba.
18. Nagy, P.J. (1979). *Country risk. How to assess, quantify and monitor it.* London: Euromoney Publications Limited.
19. Narodna banka Srbije (2001). Annual report 2001. Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.nbs.yu/export/internet/english/90/index.html>.
20. Narodna banka Srbije (2002). Annual report 2002. Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.nbs.yu/export/internet/english/90/index.html>.
21. Narodna banka Srbije (2003). Annual report 2003. Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.nbs.yu/export/internet/english/90/index.html>.
22. Narodna banka Srbije (2004). Annual report 2004. Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.nbs.yu/export/internet/english/90/index.html>.
23. Narodna banka Srbije (2005). Annual report 2005. Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.nbs.yu/export/internet/english/90/index.html>.
24. Narodna banka Srbije (2006). Annual report 2006. Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.nbs.yu/export/internet/english/90/index.html>.
25. Narodna banka Srbije (2007). Annual report 2007. Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.nbs.yu/export/internet/english/90/index.html>.
26. Narodna banka Srbije (2008). Inflation report, november 2008. Najdeno 15. oktobra 2008 na spletnem naslovu [http://www.nbs.yu/export/internet/english/90/90\\_5/inflation\\_report\\_november\\_08.pdf](http://www.nbs.yu/export/internet/english/90/90_5/inflation_report_november_08.pdf).
27. Narodna banka Srbije (2007). Ballance of payments of Serbia, 2000-2007. Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu [http://www.nbs.yu/export/internet/english/80/80\\_2/platni\\_bilans/balance\\_of\\_payments\\_2000\\_07.xls](http://www.nbs.yu/export/internet/english/80/80_2/platni_bilans/balance_of_payments_2000_07.xls).
28. Nenadić, N. (2004). *Antikorupcijski priručnik. Uvod.* Najdeno 6. septembra 2008 na spletnem naslovu [http://www.transparentnost.org.yu/publikacije/source\\_book/00Uvod.pdf](http://www.transparentnost.org.yu/publikacije/source_book/00Uvod.pdf).

29. Petrini, A. (2007). Privatisation in Serbia. The role of foreign direct investments. *Contemporary Challenges of Theory and Practice in Economics*. International Scientific Conference: Challenges of Globalization and Transition (str. 253-262). Beograd: Ekonomska fakulteta.
30. Prohaska, Z. (2004). *Finančni trgi*. (2. izd.) Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
31. Republički zavod za statistiku (2007). Communication No. 326 – year LVII, 27.12.2007. Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://webrzs.stat.gov.rs/axd/en/dokumenti/saopstenja/KS10/ks10122007.pdf>
32. Republički zavod za statistiku (2008). Communication No. 300 – year LVII, 31.10.2008. Najdeno 10. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://webrzs.stat.gov.rs/axd/en/dokumenti/saopstenja/IN10/in10092008.pdf>
33. Ribnikar, I. (1998). Deželno in suvereno tveganje. *Bančni vestnik*, (47) 44-46.
34. Rocheska, S. (2007). *The EU and the Western Balkans: Bridging the integration obstacles*. International Scientific Conference. *Challenges of the international economic integrations* (str. 111-116). Beograd: Ekonomska fakulteta.
35. Saunders, A. (2000). *Financial Institutions Management*. (3<sup>th</sup> ed.) Stern school of Business, New York University.
36. Simić, J. (2007). The challenges of regional integrations – CEFTA 2006. International Scientific Conference (str. 117-126). Challenges of the international economic integrations. Beograd: Ekonomska fakulteta.
37. *Skladi za Balkan: junija ponovno minus*. Najdeno 3. septembra 2008 na spletnem naslovu <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=10725>.
38. *Statut Beograjske berze*. Najdeno 5. avgusta 2008 na spletnem naslovu [http://www.belex.co.yu/organizacija\\_berze](http://www.belex.co.yu/organizacija_berze).
39. Šević, Ž. (2002). Socio-economic perspectives on corruption and the emerging public policy agenda. *Naše gospodarstvo Revija za aktualna gospodarska vprašanja*, 48 (5-6), 489-507.
40. Škerlak, A. (2007). *Kaj lahko ustavi rast tečajev na balkanskih borzah?* Najdeno 3. septembra 2008 na spletnem naslovu [http://www.publikum.si/sl/novinarsko\\_sredisce/clanki\\_in\\_prispevki/7/](http://www.publikum.si/sl/novinarsko_sredisce/clanki_in_prispevki/7/).
41. Škerlak, A. (2007). *Kaj bo na Balkanu?* Poslovni dnevnik. Najdeno 8. septembra 2008 na spletnem naslovu <http://dnevnik.si/debate/komentarji/278977/>.

42. *Tržišta Beograjske berze*. Najdeno 5. avgusta 2008 na spletnem naslovu [http://www.belex.co.yu/tržišta\\_berze](http://www.belex.co.yu/tržišta_berze).
43. *Zgodovina Beograjske berze*. Najdeno 5. avgusta 2008 na spletnem naslovu <http://www.belex.co.yu/istoriat>.
44. Zupančič, J. (2008). *Albansko vprašanje v luči političnoteritorialne rekonstrukcije Balkana*. Najdeno 13. septembra na spletnem naslovu <http://www.inv.si/RIG/RIG%2055/Zupancic.pdf>.
45. Žigon, D. (2006). Nov zakon o tujih naložbah v Srbiji. Odprta vrata naložbam ali korupciji? *Mednarodno poslovno pravo, XVII (205) 8-10*.

## PRILOGE

Tabela 1: Kriteriji za uvrstitev delnic v posamezno kotacijo na Beograjski borzi

DELNICE		
Kriteriji	A kotacija – Prime Market	B kotacija – Standard Market
<b>Minimalna vrednost kapitala</b>	20 milijonov EUR	4 milijonov EUR
<b>Najkrajša doba poslovanja</b>	36 mesecev	24 mesecev
<b>Revizija poslovnih izkazov</b>	MRS (IAS) pozitivno mnenje revizorja za preteklo leto	MRS (IAS)
<b>Lastniški kapital</b>	najmanj 25 odstotkov kapitala mora predstavljati <i>free float</i> ali	najmanj 25 odstotkov kapitala mora predstavljati <i>free float</i> ali
	10 milijonov EUR mora biti v lasti najmanj 500-tih delničarjev	2 milijona EUR kapitala mora biti v lasti najmanj 250-ih delničarjev
		minimalno število delničarjev je 500
<b>Korporativno upravljanje</b>	sprejet kodeks korporativnega upravljanja	izplačilo dividend prednostnim delničarjem
	izplačilo dividend prednostnim delničarjem	
	spletne strani v domačem in angleškem jeziku	
<b>Likvidnost</b>	povprečna dnevna vrednost prometa v preteklih 6-ih mesecih najmanj 500.000 RSD	
	najmanj 5 transakcij dnevno v preteklih 6-ih mesecih	

Vir: [www.belex.co.yu/tržišta\\_berze](http://www.belex.co.yu/tržišta_berze), 2008.

Tabela 2: Kriteriji za uvrstitev obveznic v posamezno kotacijo na Beograjski borzi

OBVEZNICE		
Kriteriji	A kotacija – Prime Market	B kotacija – Standard Market
Minimalna vrednost kapitala	20 milijonov EUR	4 milijone EUR
Najkrajša doba poslovanja	36 mesecev	24 mesecev
Revizija	MRS (IAS) pozitivno mnenje revizorja za preteklo leto	MRS (IAS)
Zavarovanje emisije s strani	prvovrstne banke po mnenju Narodne banke Srbije ali druge pravne osebe, ki izpolnjujejo kriterije za A kotacijo	prvovrstne banke po mnenju Narodne banke Srbije ali druge pravne osebe, ki izpolnjujejo kriterije za B kotacijo
Vrednost emisije	minimalno 100 milijonov RSD, a največ 50 odstotkov vrednosti obrtnih sredstev, zmanjšanih za kratkoročne obveznosti	minimalno 50 milijonov RSD, a največ 50 odstotkov vrednosti obrtnih sredstev, zmanjšanih za kratkoročne obveznosti
Poslovanje	pravna oseba po zadnjih poslovnih izkazih ne sme poslovati z izgubo	
Račun izdajatelja	preteklih 60 dni ni smelo biti blokade računov	

Vir: www.belex.co.y/tržišta berze, 2008.

Tabela 3: Sestava indeksa BELEX15

Podjetje	Oznaka delnice	Utež v indeksu
AIK banka a.d., Niš	AIKB	20,00%
Komercijalna banka a.d., Beograd	KMBN	16,38%
Energoprojekt holding a.d., Beograd	ENHL	11,98%
Univerzal banka a.d., Beograd	UNBN	10,57%
Metals banka a.d., Novi Sad	MTBN	7,61%
Agrobanka a.d., Beograd	AGBN	7,58%
Soja protein a.d., Bečej	SJPT	7,35%
Metalac a.d., Gornji Milanovac	MTLC	3,46%
Privredna banka a.d., Beograd	PRBN	2,84%
Imlek a.d., Beograd	IMLK	2,76%
Bambi Banat a.d., Beograd	BMBI	2,24%
Tigar a.d., Pirot	TIGR	2,13%
Alfa plam a.d., Vranje	ALFA	1,85%
Messer Tehnogas a.d., Beograd	TGAS	1,70%
Telefonija a.d., Beograd	TLFN	1,55%

Vir: www.belex.co.yu/index15/sastav indeksne korpe na 31.12. 2008.