

Датум пријема рада: 30.04.2014.

Датум прихватања рада: 13.06.2014.

Стручни рад

УДК: 330.142:336.711

DOI: 10.7251/NOESR1517201M

УТИЦАЈ ФИНАНСИЈСКИХ МЈЕРА ДРЖАВЕ НА ДОСТУПНОСТ И ЦИЈЕНУ КАПИТАЛА

THE INFLUENCE OF FINANCIAL MEASURES OF THE STATE ON THE AVAILABILITY AND PRICE OF CAPITAL

Мр Предраг Млинаревић

Економски факултет Пале

Источно Сарајево, БиХ, predrag.mlinarevic@ekofis.org

Мр Борка Поповић

Економски факултет Пале

Источно Сарајево, БиХ, borpopovic@hotmail.com

Мр Горан Балотић

Економски факултет Пале

Источно Сарајево, БиХ, goran.balotic@ekofis.org

Abstract: Један од кључних фактора који опредељује опстанак постојећих и оснивање нових привредних субјеката јесте доступност финансијског капитала. При томе, доступност треба посматрати, како кроз количину финансијских средстава која су расположива на финансијском тржишту, тако и кроз доступност његове профитабилне употребе. О значају овог фактора најбоље говори то што Свјетска банка при оцјени атрактивности пословног окружења посебну пажњу посвећује овом индикатору. У вријеме кризе, проблем доступности постаје још наглашенији. Финансијске институције усљед ризичнијих услова пословања настоје превенирати финансијске потешкоће ригорознијим критеријумима при одобравању кредита, што неријетко прати раст цијене по којој уступају своја средства. То посљедишно доводи до смањења доступности капитала привредним субјектима, те резултира неликвидношћу и пропадањем самих предузећа. Имајући у виду овакав неповољан развој догађаја, већина развијених земаља је мјерама монетарне и финансијске природе покушала обезбиједити већу доступност капитала привреди. У овом раду ће бити приказани стандардни инструменти који стоје на располагању држави у остваривању наведених циљева, с посебним освртом на домете њихове примјене у индустријски развијеним земљама. Срж интересовања ће бити усмјерена на потенцијалне ефекте и могућност примјене тих мјера у Босни и Херцеговини.

Кључне речи: цијена капитала, финансијско тржиште, ликвидност, експанзивна монетарна политика, каматне стопе, профитне стопе

Abstract: One of the key factors that determines the survival of existing and establishment of new economic entity, is the availability of financial capital. Availability should be considered as the amount of funds that are available in the financial market, as well as the availability of its profitable use. The importance of this factor is the best illustrated by the fact that the World Bank in assessing the attractiveness of the business environment pays special attention to this indicator. At the time of crisis, the problem of the availability gets more emphasized. Due to risky business conditions financial institutions tend to prevent financial difficulties by the more rigorous criteria when granting loans, that is often accompanied by the growth of the price at which their assets are given. This consequently leads to a reduction in the availability of capital to the economic entities and results in the lack of liquidity and the collapse of the enterprises. Bearing in mind these adverse developments, most of the developed countries attempted to provide bigger access of the capital to the economy by using monetary and financial measures. This paper will present the standard instruments that are available to the state in achieving the stated objectives, with a special review to the ranges of their implementation in industrially developed countries. The core interest will be focused on the

potential effects and the possibility to apply these measures in Bosnia and Herzegovina.

Key Words: *Price of capital, financial market, liquidity, expansionary monetary policy, interest rates, profit rates*

I. УВОД

Једну од опредјељујућих детерминанти опстанка постојећих и оснивања нових предузећа представља доступност финансијских средстава неопходних за пословање. При томе се доступност капитала манифестује кроз своја два појавна облика. Први у виду количине финансијских средстава која су расположива за ангажовање, било на директан начин преко тржишта капитала, било индиректно преко банака и финансијско посредничких институција. Други појавни облик везан је за доступност капитала валоризовану кроз могућност профитабилне употребе истог. Транспозиција расположивости на доступност његове профитабилне употребе остварује се преко цијене капитала. Висока расположивост финансијских средстава и висока цијена њихове употребе индикатор је присуства ризика. Ризик је скопчан са низом фактора, али је најзначајније одређен развијеношћу финансијског сектора. Овдје треба имати у виду да се развијеност финансијског сектора не своди само на број и врсте финансијских институција, већ и на постојање инфраструктуре која смањује асиметричност у информисаности на релацији дужник – повјерилац. Управо из тих разлога Свјетска банка, кроз Ивјештај о лакоћи пословања, доступност кредита мјери кроз индекс дубине финансијске информисаности и индекс снаге закона. Већи ниво финансијске развијености обухваћен овим индексима упућује на потребу побољшања у појединим областима с циљем смањења ризика. Кроз смањење ризика и цијена капитала пада повећавајући његову доступност привреди као развојно најзначајнијем кориснику. Међутим у случају високе расположивости и високе цијене капитала привреда се налази у својеврсним „танталовим мукама“. Капитал је ту, али је профитабилно неупотребљив. Такво стање у себи крије потенцијалну „клицу“ за афирмацију атипичног модела раста у коме се расположива средства, уместо у реалне, преусмјеравају у финансијске, неријетко и шпекулативне инвестиције. Као посљедица тога, долази до активирања самогенеришућег механизма за настанак шпекулативних балона. Резултанта таквог развоја догађаја је инхерентна финансијска нестабилност. Посљедња

финансијска криза додатно је драматизовала ове проблеме. Пуцање шпекулативних балона повећава аверзију према улагању. Редуковање средстава доступних привреди довело је до неликвидности, која се показала као главни узрочник стечаја и ликвидација предузећа у условима кризе. Услед смањења потрошње профитабилност је опала узрокујући затварање значајног броја привредних субјеката.

Држава се, из тих разлога, у условима рецесије и неповољне коњуктуре окреће активним мјерама финансијско-монетарног карактера, с циљем обезбјеђивања веће количине финансијских средстава по нижим цијенама. На тај начин се настоји превенирати банкрутство привредних субјеката које прати раст незапослености и друге негативне макроекономске реперкусије. С тим у вези ће се у овом раду обрадити стандардни и најчешће коришћени инструменти у сврху остваривања претходно наведених циљева, с посебним акцентом на њихову употребљивост у случају Републике Српске и Босне и Херцеговине.

II. ДОСТУПНОСТ КАПИТАЛА КРОЗ ПРИЗМУ ИНДИКАТОРА КОНКУРЕНТНОСТИ И ИНСТИТУЦИОНАЛНЕ РАЗВИЈЕНОСТИ

О значају доступности капитала, као најбитније садржинске компоненте финансирања развоја најбоље говори пажња која се овом показатељу посвећује од стране референтних и признатих међународних институција које се баве рангирањем земаља према нивоу конкурентности и институционалне развијености. Промовисање лакшег приступа финансијским средствима за мала и средња предузећа била је доминантна агенда националних влада и међународне заједнице протеклих година, а додатно ју је драматизовала текућа финансијска криза. Свјетска банка је кроз свој Извјештај о лакоћи пословања идентификовала неке кључне разлике, као и баријере са којима се ова предузећа суочавају при прибављању финансијских средстава у односу на компаније које припадају категорији великих. Из широког спектра разлога, због којих мала и средња предузећа немају приступ средствима која су им потребна, Свјетска банка посебно се фокусира на двије регулаторне области у којима би влада помоћу својих мјера могла да олакша фирмама приступ кредитима. Поменути Doing Business извјештај усредсређује своју пажњу на двије институционалне претпоставке које могу оптимизирати алокацију средстава: законска заштита повјерилаца у случају стечаја

и јачање кредитних регистара, односно бироа. [8,90] Ове двије институционалне претпоставке најбоље функционишу заједно. Функционална законска заштита повјерилаца ублажава кредитне рестрикције за мала и средња предузећа, поготово у сегменту прихватања колатералних обезбјеђења. С друге стране, добра информативна основа је алат који повјериоцима помаже да смање своју изложеност кредитном ризику, а посљедишно и смање рационализацију слободних средстава за пласирање. Индекс снаге закона, према Свјетској банци и другим институцијама, мјери ефикасност и ефективност закона у пружању конзистентних и предвидљивих гаранција за заштиту повјерилаца у случају да се суоче са немогућношћу враћања кредита од стране дужника. Функционални кредитни бирои исходе редукцију информационе асиметрије и охрабрују повјериоце на позајмљивање слободних средстава. Поред тога, стварање садржајније и квалитетније базе података о кредитној прошлости утиче на афирмацију добрих дужника, што би, на крају, требало да им обезбједи лакши и повољнији приступ кредитним средствима. Као што се може

видјети и индекс снаге закона и индекс дубине информисаности требало би да измјере колико развој финансијског тржишта прати институционалне претпоставке које кроз смањење ризика директно утичу на количину расположивих средстава, као и њихову цијену. Једноставно говорећи институционални развој, мјерен помоћу ових индикатора, утиче на доступност капитала.

Поред Свјетске банке и Свјетски економски форум преко својих показатеља конкурентности мјери утицај развоја финансијског тржишта на конкурентност. [7, 131] Развијеност финансијског тржишта мјери се финансирањем путем локалних тржишта капитала, лакоћом добијања кредита, рестрикцијама у капиталним токовима, те снази заштите инвеститора и расположивости ризичног капитала у некој земљи. Овај стуб укључује и мјерење повјерења у банке, поузданост банака и регулацију трговине хартијама од вриједности. [1, 50] У зависности од фазе развоја у којој се земља налази импликације развијености финансијског тржишта су различите. За економије које покреће ефикасност, развијеност финансијског тржишта је један од кључних фактора. То има и своје логичко упориште ако знамо да сегменти развијености, које мјери Свјетски економски форум, директно кореспондирају са могућности предузећа да прибавља средства непосредно са тржишта. То је увијек повољнија опција у односу на типични банкоцентрични систем,

какав функционише и у БиХ. У наставку ће се показати да усљед таквог стања ствари и поред постојања финансијских средстава, због дисторзије каматне стопе и профитне стопе, она тешко могу бити профитабилно употребљена.

III. СТАНДАРДНИ СЕТ ФИНАНСИЈСКО-МОНЕТАРНИХ МЈЕРА У ЦИЉУ ПОВЕЋАЊА ДОСТУПНОСТИ КАПИТАЛА

У условима неповољне привредне коњуктуре, која је праћена смањењем нивоа реалне економске активности, носиоци економске власти прибјегавају интервенционистичким мјерама у циљу заокрета ка узлазној путањи привредног циклуса. У инструментарију мјера, које им стоје на располагању, искуства су показала да се државе највише ослањају на мјере монетарно-финансијског карактера. Сврсисходност наведених мјера се обезбјеђује кроз ефектуизацију експанзивне монетарне политике на доступност финансијских средстава привреди и становништву, што треба да резултира растом потрошње и инвестиција. Поред традиционалног приступа експанзивној монетарној политици нису ријетки случајеви финансијских активности државе које имају за циљ смањити ризик финансирања пројеката приватног сектора. Ове активности држава остварује, најчешће, путем оснивања развојних банака, гарантних фондова и осталих сличних институција.

Експанзивна монетарна политика се реализује у сврху обезбјеђења додатних ликвидносних средстава за кључне макроекономске субјекте - привреду и становништво. Монетарне власти ове циљеве остварују помоћу инструмената монетарне политике и то користећи онај, или комбинацију више њих, који ће обезбједити елиминацију нус-појава у виду инфлације и дисторзије релативних цијена. У случају операција на отвореном тржишту и смањења стопе обавезне резерве, монетарне власти убризгавају финансијска средства у привредне токове. Преко операција на отвореном тржишту куповином хартија од вриједности могуће је директно одредити масу новчаних средстава којом се настоји подићи ликвидност целокупне привреде. Нешто мање флексибилнији инструмент је манипулација стопом обавезне резерве. Наиме, одлуком о смањењу стопе обавезних резерви дио новчаних средстава који је био на рачуну Централне банке се враћа банкарском сектору и расположив је за даљне кредитне активности. Још један од начина помоћу кога монетарне

власти стимулишу инвестициону активност јесте смањење референтне каматне стопе. Имајући у виду начин формирања цијене капитала који дјелом зависи од референтне каматне стопе централне монетарне власти настоје да обарањем референтне каматне стопе истовремено сниже и цијену капитала на тржишту. Други сет мјера се односи на финансијске активности усмјерене ка минимизирању ризика, што би, на концу, требало резултирати реализацијом већег обима инвестиција а тиме и обезбједити привредни раст. У ту сврху државе оснивају развојне банке у њиховом власништву, чија је основна мисија да путем пласмана средстава по нешто повољнијим условима потпомогну пројекте који су, од стране комерцијално-банкарског сектора, означене као ризични. У зависности од расположивости средстава и обима њихових пласмана ове активности развојних банака могу утицати на смањење каматних стопа и код комерцијалних банака. Изворе из којих би се прибавила неопходна средства држава проналази задуживањем код међународних финансијских институција по каматним стопама које су значајно ниже у односу на просјечне каматне стопе које су заступљене код комерцијалних банака. На тај начин држава омогућује домаћој привреди приступ средствима по нижој цијени, а које она самостално на међународном тржишту не би могла себи обезбједити. Тај својеврсни „финансијски by-pass“ обезбјеђује пријекто потребну ликвидност, која је у условима кризе главни узрочник банкротстава. Комплементарну улогу овим активностима развојне банке имају и гарантни фондови. Разлика је само у томе што у случају гарантних фондова не долази до директног пласирања средстава, већ се средства гарантног фонда користе као колатерал којим он преузима на себе одређени дио ризика пројеката. У том смислу, гарантни фондови су захвалнији облик подршке, јер не захтијевају обимна финансијска средства.

IV. ДОМЕТИ ЕКСПАНЗИВНЕ МОНЕТАРНЕ ПОЛИТИКЕ У РАЗВИЈЕНИМ ЗЕМЉАМА

Прва реакција монетарних власти у развијеним индустријским земљама након избијања глобалне финансијске кризе очитовала се у смањењу референтних каматних стопа на приближно нулти ниво. Међутим, с протеком времена, испоставило се да банке нису реаговале како би се то очекивало на основу уџбеничке литературе. Ово, прије свега, у смислу смањивања каматних стопа на кредите

којим би се подстакла привредна активност и тиме допринијело бржем опоравку и изласку из кризе.

На први поглед, ово парадоксално понашање банака изазвало је нову реакцију централних банака, која се материјализовала кроз најразличитије неконвенционалне форме упумпавања огромних количина новца у привреду наведених земаља, мјерене стотинама милијарди долара, не би ли банке коначно одреаговале на жељени начин – повећавајући обим пласираних кредита компанијама и сектору становништва у функцији подстицања тражње и раста БДП-а и запослености. Међу неконвенционалне политике штампања новца, обједињене под еуфемистичким називом *quantitative easing*, које је почела прва да спроводи Америчка централна банка (FED), а након ње и Европска централна банка (ECB) спадају:

- куповина од стране централне банке државних хартија од вриједности;
- куповина од стране централне банке хартија од вриједности које су емитоване на подлози хипотекарних кредита;
- одобравање банкама кредита за ликвидност на кратак рок, кад год затреба, по ниској каматној стопи;
- давање могућности да банке у еврозони користе дугорочне операције рефинансирања код централне банке по текућој референтној каматној стопи;
- куповина од стране централне банке краткорочних државних хартија од вриједности (са роком доспјећа од три године) на секундарном тржишту, како би се у еврозони смањила разлика између каматних стопа на дугове земаља погођених дужничком кризом (Грчка, Шпанија, Португал) и каматних стопа на дугове најразвијенијих земаља чланица еврозоне. [3, 159]

Међутим, резултати примјене овакве политике нису задовољили већину очекивања. И док у Америци, још увијек, постоји опредјељење за наставак овакве политике, у Европи се могу чути дисонантни тонови у вези са истрајавањем у спровођењу овог концепта. Немали број економиста сматра да је експанзивна монетарна политика показала своју немоћ у остваривању жељеног опоравка. Фундаменталне узроке за то треба тражити у дисторзији каматних стопа на релацији: каматне стопе на тржиштима новца-каматне стопе на тржиштима банкарских кредита. Наиме, каматне стопе на кредите банака могу се и повећавати упркос истрајној политици нулте референтне каматне стопе

централне банке и тенденцији смањивања каматних стопа на међубанкарском тржишту новца.

Насупрот жељама централних банака развијених индустријских земаља да у условима продуженог дејства глобалне финансијске кризе подстакну становништво и корпорације да се задужеју код банака у циљу повећања потрошње као вучне снаге раста БДП-а, та два сектора испољавају супротно понашање. То се најбоље може видјети на примјеру еврозоне. Динамика одобрених кредита у еврозони указује да потрошачки кредити биљеже негативан раст у континуитету од 2009. године, а да кредити за куповину кућа, након извјесног благог повећања у 2010. години биљеже поновно успоравање привредног раста. У цјелини гледано, обим коришћених кредита сектора домаћинства у 2011. години је био повећан у односу на претходну годину за свега 1,6%, а у 2012. години у односу на претходну 0,5%. Присуство дисторзије каматних стопа на релацији каматне стопе централне банке – каматне стопе на тржиштима банкарских кредита, најбоље се може видјети праћењем динамике каматних стопа на нове кредите са промјенљивом каматном стопом у еврозони. У периоду од 2010. до 2012. све наведене каматне стопе на кредите сектора домаћинства и у корпоративном сектору биљежиле су тенденцију раста, упркос паду кључне каматне стопе ЕЦБ-а на главне операције рефинансирања и њеном приближавању нултом нивоу. [3,164] Једна од позитивних страна експанзивне политике у развијеним земљама је, што је захваљујући њој, отворена могућност да тржишне привреде у развоју врате старе дугове новим задуживањем, по нижим каматним стопама. О тој опцији би требало да размишља свака земља у развоју која има високо оптерећење јавних расхода издвајањима за сервисирање камата по основу спољног дуга.

V. РЕЛЕВАНТНОСТ ЦИЈЕНЕ КАПИТАЛА ЗА ПОСЛОВАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА У РЕПУБЛИЦИ СРПСКОЈ

Имајући у виду све претходно наведено у наставку рада даће се осврт на могућност профитабилне употребе финансијских средстава, кроз призму 20 предузећа из реалног сектора, чији су финансијски извјештаји јавно доступни.

ТАБЕЛА I ПРИНОС НА АКТИВУ И КАПИТАЛ ОДАБРАНИХ ПРЕДУЗЕЋА У 2012.

r.b.	ROA	ROE	zaduženost	profitna marža
1	2,73	3,74	29,96	3,79
2	1,01	1,37	21,89	8,96
3	0,31	0,42	19,86	0,50
4	0,02	0,03	34,30	0,50
5	0,92	1,05	10,75	1,87
6	0,06	0,13	52,11	0,19
7	0,01	0,01	6,65	0,03
8	6,19	10,3	34,69	6,74
9	1,03	3,11	29,96	0,70
10	0,12	0,14	15,73	0,35
11	2,57	3,02	12,69	2,60
12	0,10	0,11	10,03	3,36
13	0,06	0,11	48,65	0,06
14	0,04	0,16	76,24	0,95
15	0,19	0,24	21,53	0,15
16	0,16	0,48	65,53	0,43
17	1,02	1,50	37,39	1,05
18	0,08	0,11	28	1,12
19	0,55	0,66	4,09	4,56
20	0,21	0,37	44,23	0,33

Извор: обрада аутора [6]

Анализом се долази до недвосмислених закључака да постоји озбиљна дискрепанца између просјечне каматне стопе на кредите привреди и стопа приноса мјерених приносом на активу и капитал. Наиме, поређењем доступних података о приносима на активу и капитал предузећа из реалног сектора Републике Српске, закључно са 2012. годином, са ефективном каматном стопом на кредите привреди, уочава се велики јаз. Према званичним подацима Агенције за банкарство Републике Српске укупно пондерисана ефективна каматна стопа у 2012. години износила је 8,57%. У њену структуру улазе и кредити привреди краткорочног карактера (9,01% каматна стопа) и дугорочни кредити (каматна стопа од 8,11%) . [4, 46]

Једноставном успоредбом стопе приноса предузећа наведених у табели и просјечних каматних стопа на кредите привреди долази се до спознаје о лимитираности коришћења капитала на профитабилан начин. Поред овог проблема који се манифестује услед поменуте дискрепанце, јавља се и проблем

неликвидности. Постоје два начина за смањење ове дискрепанце. Први је повећање профитабилности, односно подизање профитних стопе на већи ниво. Други се огледа у смањењу цијене капитала. Најпожељнији сценарио била би комбинација претходно наведених. С обзиром да је питање профитабилног пословања предузећа, питање које превазилази оквире монетарно-финансијских мјера, овдје ћемо се превасходно осврнути на могућности примјене ових мјера на доступност и цијену капитала.

VI. ОГРАНИЧЕЊА И МОГУЋНОСТИ ЗА ПРИМЈЕНУ ФИНАНСИЈСКО-МОНЕТАРНИХ МЈЕРА НА ЦИЈЕНУ И ДОСТУПНОСТ КАПИТАЛА У РЕПУБЛИЦИ СРПСКОЈ И БиХ

Експанзивна монетарна политика није примјенљива у случају БиХ на начин на који је примјењују развијене индустријске земље. С друге стране ни циљани ефекти експанзивне монетарне политике у случају БиХ, као и других ЗУР, нису идентични онима из развијених земаља. Наиме, у индустријски развијеним земљама обарање каматних стопа помоћу експанзивне монетарне политике, треба да подстакне потрошњу становништва као генератора привредног раста. За разлику од њих, који већином недовољну потрошњу сматрају узрочником рецесије, у ЗУР то није случај. Константно егзистирање високих дефицита текућег биланса су доказ да у БиХ, проблем не лежи на страни недовољне тражње, него на страни „непостојеће“ понуде. Стога, све мјере које су усмјерене на повећање понуде су уједно и мјере на подизању привредног раста. У вези с тим, циљани ефекат је подизање нивоа инвестиција. Једини инструмент монетарне политике који стоји на располагању Централној банци Босне и Херцеговине – манипулација стопом обавезне резерве не може на флексибилан и довољно ефикасан начин остварити те циљеве. Стога се већи акценат ставља на финансијске мјере, које би требало да обезбједе адекватну доступност капитала за привредне субјекте. Једна од институција која би могла бити од помоћи у остварењу тих циљева је Инвестиционо-развојна банка Републике Српске. Иако је она досад убризгала значајна средства, од близу 1,5 милијарду КМ у привреду РС-а, као што смо могли видјети, то није значајно утицало на смањење цијене капитала, мјерене просјечном каматном стопом на тржишту. Из овога се једноставно може закључити да је утицај ИРБ на финансијско тржиште Републике Српске скоро занемарљив.

То се може најбоље илустровати податком да се у структури кредитних извора финансирања банака у Републици Српској, са стањем на дан 30.06.2013. године, кредити из домаћих извора, који су у цјелости финансирани из средства Инвестиционо-развојне банке учествовали са 73%. [5, 10] Међутим, податак да кредити из домаћих извора чине свега 14% учешћа пасиве банкарског сектора РС, релативизује домет ИРБ-ових позајмица. Двоструки је начин на који ИРБ може оснажити свој утицај на кредитном тржишту. Први подразумејива повећање кредитних пласмана у значајном износу, за што у овом тренутку не постоје средства. Други начин подразумејива да ИРБ покрене монетарно-финансијски механизам у којем ће имати улогу катализатора приоритета и гаранта. Имајући у виду изузетно слабе перформансе домаће привреде, што можемо закључити и на основу података из претходне табеле и неопходност неког од облика државне интервенције, као један од потенцијално пожељних модела издваја се партнерство ИРБ-а, комерцијалних банака и привредних субјеката. Овај модел почива на својеврсној симбиози интереса три стране. Он би се примјењивао искључиво у greenfield пројектима. Држава би, посредством ИРБ-а, за овај процес обезбјеђивала предузећима колатерал у виду обвезница, чији би рок доспјећа био између 5 и 10 година. Ове обвезнице би биле основа за улагање у одабране пројекте, које држава значи као приоритетне, покривајући између 15% - 45% укупне инвестиције. Држава постаје сувласник пројекта у истом проценту у којем покрива ту инвестицију. Финансирање укупне инвестиције обезбјеђује се преференцијалним (знатно повољнијим) кредитом од комерцијалних банака, а на бази колатерала које чине државне обвезнице. Носилац пројекта, наиме, када је позитивно оцијењен (на бази критеријума које банке и државе филтрирају и усклађују- „дупли кључ“- држава одабере пројекат по приоритетима, а банка по комерцијалним перформансама) добија од државе непреносиве обвезнице, које су његов колатерал за добијање преференцијалног кредита код комерцијалних банака. Када се отплати кредит, обвезнице се враћају држави, која приватном партнеру оставља могућност да откупи државни удио у мјешовитом предузећу. Носилац пројекта може бити било који привредни субјекат у различитим облицима својине. Да би комерцијалне банке биле заинтересоване за ову врсту пласмана, што је кључни предуслов, потребно је да државне обвезнице имају принос установљен на принципу: веће учешће државе у власничкој структури заједничког предузећа

– мањи принос на обвезнице. Банка има у исто вријеме принос од кредита. Захваљујући приносу од обвезница, банка би била у могућности да обезбиди преференцијални кредит са номиналном каматном стопом, не већом, од 4-5%. [2, 202] На овакав начин би, као што се може видјети, цијена капитала за привреду била скоро преполовљена, а банке би биле стимулисане да се окрену реалним пројектима и реалном сектору економије.

VII. ЗАКЉУЧАК

Према свим релевантним истраживањима о факторима који утичу на успјешност пословања предузећа централну позицију заузима доступност капитала. Сама доступност одређена је, с једне стране, расположивошћу финансијских средстава, а са друге стране, могућношћу да се та средства употребе на профитабилан начин. Расположивост финансијских средстава је потребан, а цијена капитала, која омогућује профитабилну употребу, довољан услов. Имајући у виду овакав значај доступности капитала не чуди настојање државе да утиче на његово повећање, како у условима стабилне коњуктеуре, тако и у условима неповољних економских кретања. У случају Босне и Херцеговине компарацијом стопе приноса са просјечном каматном стопом на кредите привреди, долази се до спознаје о лимитираности коришћења капитала на профитабилан начин. Наиме, дисторзија на релацији каматна стопа-профитна стопа достиже и седам процентних поена. Стога се, као логичан закључак, намеће потреба за елиминисањем те дискрепанце помоћу монетарно-финансијских мјера, које би резултирале смањењем цијене капитала. За разлику од других земаља БиХ, због ограничења која намеће аранжман Валутног одбора, није у могућности да користи експанзивно-монетарну политику у остваривању тог циља. Због тога јој једино преостаје ослањање на финансијске мјере, којима би утицала на смањења перцепције ризика код комерцијалних банака, приликом финансирања пројеката у реалном сектору. Примјена тих мјера се манифестује кроз моделе пословања развојних банака и гарантних фондова. Анализом досадашњег рада Инвестиционо-развојне банке показало се да она због ограниченог обима кредитних средстава није у стању да утиче на обарање каматне стопе, односно цијене капитала на финансијском тржишту. Суочена са бројним ограничењима ИРБ би требало да покрене монетарно-финансијски механизам у којем ће имати улогу катализатора приоритета и гаранта. Овај потенциционално корисни модел

заснивао би се на партнерству ИРБ-а, комерцијалних банака и привредних субјеката. На тај начин би се цијена капитала за привреду значајно смањила, а банке би биле стимулисане да се окрену реалним пројектима и реалном сектору економије.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] M.Dragičević, "Konkurentnost-projekt za Hrvatsku", Školska knjiga, Zagreb, 2012.
- [2] M.Kovačević, Matrica reformskih, fiskalnih i monetarno-finansijskih preduslova za izlazak iz krize i dolazak na kolosjek održivog razvoja, Ekonomske ideje i praksa, (9-10), 2013, str. 189-205
- [3] Đ.Đukić. Nemoć ekspanzivne monetarne politike u prevazilaženju globalne recesije – distorzija kamatnih stopa, Ekonomske ideje i praksa, (9-10), 2013, str. 157-169
- [4] Агенција за банкарство Републике Српске / Извјештај о стању банкарског система Републике Српске, 2013
- [5] Економски монитор, бр.12, ИРБ, 2013
- [6] www.blberza.com
- [7] www.weforum.org/WEFGlobalCompetitivenessReport_2013-14
- [8] www.worldbank.org/Doing Business 2014