

UTICAJ SVETSKJE EKONOMSKE KRIZE NA INVESTICIONE TOKOVE I PROMENU NJIHOVE STRUKTURE*

Pregledni naučni rad

*Darko VUKOVIĆ,
Geografski institut „Jovan Cvijić”, SANU, Bgd
Dejan RADULOVIĆ,
Ministarstvo reg. razvoja i lok. samoup.
Mališa ĐUKIĆ,
Beogradska Bankarska Akademija
d.vukovic@gi.sanu.ac.rs
dejan.radulovic@mrrls.gov.rs*

U ovom radu, analizirali smo uticaj svetske ekonomske krize na tokove investicija i promenu njihove strukture. Cilj ovog rada je da utvrdi, koliki je bio uticaj svetske ekonomske krize na priliv investicija razvijenih zemalja i zemalja u razvoju, ali i da utvrdi, da li je kriza uticala na porast opreznosti investitora u godinama posle krize, uzimajući u obzir promenu investicione strukture. Plan rada je sledeći: nakon uvodnog dela, u kom se objašnjava rast priliva investicija u zemljama Jugoistočne Evrope i nastanak svetske krize, analizirali smo uticaj krize na ukupne investicione tokove. Posebna pažnja je usmerena na zemlje sa rastućim tržištem, u koje spada i Srbija, koje su otpočinjanjem procesa transformacije postale atraktivne za investitore iz inostranstva. Statističkom analizom i poredjenjem zvaničnih podataka Ujedinjenih nacija (UNACTAD), Multilateralne agencije za garantovanje investicija (MIGA) i finansijske institucije Morgan Stanley, utvrdili smo, da je došlo do pada investicionih tokova u periodima tokom krize, ali i u godinama oporavka. Takođe, analizom strukture investicija, došli smo do zaključka da portfolio investicije beleže rast, dok strane direktne investicije (SDI) su opale, kao posledica veće opreznosti investitora. Na kraju, poređenjem podataka centralnih banaka zemalja Zapadnog Balkana, analizirali smo promenu strukture ukupnih investicija u ovim zemljama u periodima pre i posle krize. Srbija je ostvarila najveći priliv portfolio investicija, dok su Hrvatska i Bosna i Hercegovina imale najveći priliv SDI, u periodu posle svetske ekonomske krize.

* Rad je nastao kao rezultat projekata pod šifrom br. 47007/III, 47009 i 179015, koje finansira Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije.

Ključne reči: investicije, svetska ekonomska kriza, strane direktne investicije, portfolio investicije, zemlje sa rastućim tržištem

POČETKOM 21. VEKA, ZAPADNI BALKAN I druge zemlje Jugoistočne Evrope fundamentalno menjaju politički i ekonomski pejzaž evropskog kontinenta. Region je pretvoren u tržište sa dinamičnim rastom, privlačeći veliku količinu stranih direktnih investicija (SDI). Veći deo ovog uspeha se može pripisati naporima lokalnih samouprava, međunarodnih organizacija i drugih nevladinih institucija (MIGA 2006). Blizina Evropske unije, naklonjena politička klima i pozitivna iskustva investitora u ovom regionu, uticalu su na porast investicione atraktivnosti. Privrede su započele proces transformacije¹, prihvatajući tržišne mehanizme i poslovnu klimu koja odgovara razvoju privatnog kapitala. Uz ovakvu klimu, postojala je relativna makroekonomska stabilnost uz visok rast BDP-a, započete su brojne ekonomske reforme uz razvoj bankarskog sektora. Ipak, najveći deo ove investicione atraktivnosti se ne nalazi u tržišnim institucijama ili okruženju za koje možemo reći da u potpunosti odgovara američkom terminu *business environment* (poslovno okruženje). Početak procesa tranzicije ili čak njen nastavak, imao je snažan uticaj na liberalizaciju privrede, a za strane investitore značaj kroz dva ključna procesa ulaska: 1. masovna privatizacija i 2. izlazak firmi na berzu. Srbija je samo u prvih deset meseci 2003. imala priliv od privatizacije u iznosu od 740 miliona dolara (MIGA 2006), što je predstavljalo 5% BDP-a². Ipak, veliki priliv investicija se može posmatrati kao „mač sa dve oštrice“ (OECD 2009). Prema Grubišić et al. (2011), strane investicije obezbeđuju potreban kapitala i mogu povećati produktivnost, donoseći pozitivne efekte na privredni rast i globalne integracije, međutim, ulazak stranih kompanija može da smanji udeo domaćih preduzeća i može se podići cena ulaska, posebno u nerazvijenim industrijama. Osim toga, s obzirom da liberalizacija tržišta, uključujući i SDI, podrazumeva slobodno kretanje kapitala, neke zemlje su zabrinute da će na ovaj način izgubiti svoj nacionalni suverenitet.

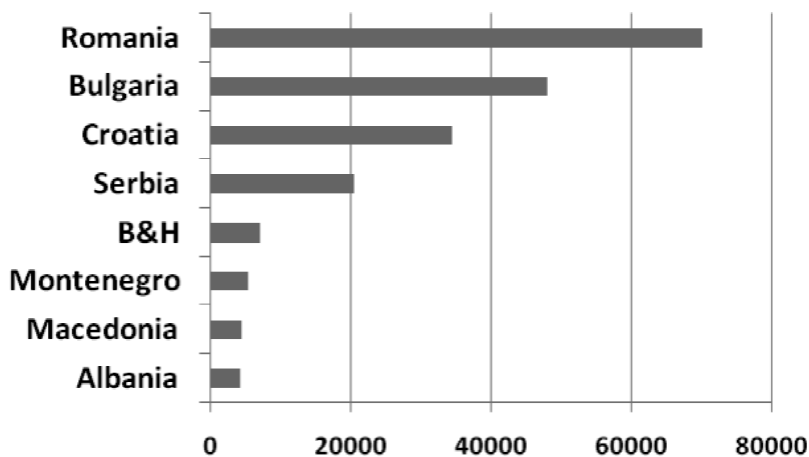
I jedan i drugi proces ulaska stranih investitora su omogućili kupovinu mnogih javnih firmi po knjigovodstvenoj vrednosti, koja je realno bila ispod tržišne. Priliv SDI se uvećao nekoliko puta u regionu od 2001–2008. (UNACTAD 2013), a nakon izlaska firmi po knjigovodstvenoj vrednosti na finansijsko tržište, tržišna kapitalizacija je višestruko rasla. Do 2010. priliv SDI u odnosu na deset godina ranije, u Hrvatskoj je povećan 12 puta, u Albaniji i Bugarskoj po 17 puta, dok je u

1 Jedan deo zemalja Jugoistočne Evrope je započeo proces transformacije od sredine 1990-ih godina.

2 Kupovina Sartida od US Steel-a, prodaja Ruma Gume i nekoliko drugih privatizacija u tom periodu.

Srbiji povećan za čak 20 puta (Uvalić 2012). Rumunija je u 2010. imala priliv SDI od sedam milijardi dolara, Bugarska pet milijardi, a iza ovih zemalja najveći priliv su imale Hrvatska i Srbija (Slika 1).

Slika 1. Priliv SDI u zemljama Jugoistočne Evrope u 2010. godini (milioni dolara).



Izvor: preuzeto iz (Estrin & Uvalić 2013) na osnovu podataka UNACTAD.

Do septembra 2008. kada su tranzicione privrede imale veliki priliv investicija, američko finansijsko tržište je dostiglo vrhunac plasmana hipotekarnih hartija od vrednosti i drugih vrsta finansijskih derivata, čiji je rizik bio daleko veći nego što su ga procenile najpoznatije rejting agencije. Nagli rast trgovine derivatima u prethodnim godinama, nije kontrolisan odgovarajućom regulativom, pa su u takvim okolnostima banke, investicioni fondovi, hipotekarna i osiguravajuća društva ulazila u visoko rizične bankarske operacije. Nastala je nekontrolisana trka za profitom i disperzija rizika na brojne učesnike u finansijskim operacijama. Derivati su postali jedan od najunosnijih portfolio investicionih poduhvata. Mnoge investicione banke su kreirale svoju investicionu politiku upravo na kupovini finansijskih derivata. Među njima je prednjačila investiciona banka *Lehman Brothers*.

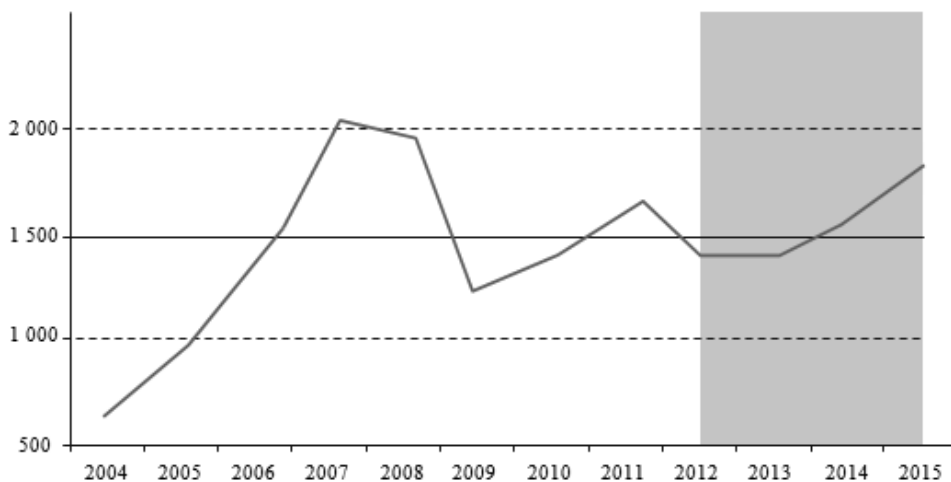
Pad cena nekretnina na američkom tržištu, uticao je na pad vrednosti hipotekarnih hartija od vrednosti, čija se vrednost bazirala na hipotekama američkih nekretnina. Najveće investicione kompanije, čiji se portfolio sastojao najvećim delom iz ovih hartija od vrednosti, doživljavaju bankrot. Zbog toga, u septembru 2008, *Lehman Brothers* proglašava bankrot, što se smatra početkom svetke krize. Finansijska kriza sa američkog tržišta, brzo se prenosi i na druga svetska finansijska tržišta, a kasnije utiče i na realan sektor. Tako svetska finansijska kriza postaje svetska ekonomska kriza, koja je uticala na pad cena akcija, povećanje troškova finansiranja, povlačenja devizne štednje sa računa banaka, smanjene likvidnosti, ubrzane

depresijacije valuta, usporavanja dinamike industrijske proizvodnje, pada spoljne trgovine, pada priliva stranog kapitala, pada tražnje, itd.

II

Pod uticajem svetske ekonomske krize, mnoge zemlje Jugoistočne Evrope su imale pad SDI. Bugarska, nakon priliva od preko 12 milijardi dolara SDI u 2007. imala je ogroman pad (Estrin & Uvalić 2013). U 2010–2011, priliv SDI u ovoj zemlji je manji od 2 milijarde dolara. Slična situacije je bila u Rumuniji gde je posle rekordnih 14 milijardi dolara priliva SDI u 2008. godišnji priliv opao na oko polovinu u 2009. Nakon toga, priliv SDI u Rumuniji je nastavio da pada. U Hrvatskoj je priliv SDI takođe počeo da opada nakon 2008. na 1,5 milijardi dolara u 2011. Prema istom izvoru (2013), Srbija je takođe imala pad priliva SDI u periodu 2006–2010., ali nakon toga i snažan rast u 2011. kada se priliv SDI skoro udvostručio (na 2,71 milijardi dolara). I ostale zemlje su u periodu krize imale veliki pad priliva SDI.

Slika 2. Globalni tokovi SDI od 2004. do 2012. sa projekcijama 2013–2015. (u milijardama USD).



Izvor: UNCTAD 2013, 12.

Slika 2. pokazuje da je od druge polovine 2008. godine, došlo do naglog pada ukupnih stranih direktnih investicija u zemljama u razvoju. U prvoj polovini 2009. tokovi SDI su najniži, iznose oko 1250 milijardi dolara, što je 60% nivoa iz 2008. Strmoglav pad tokova investicija prouzrokovala je upravo Svetska finansijska (ekonomska) kriza. Oštar nagib linije u padu je pokazatelj ne samo finansijskih tokova u tom periodu, već i kretanja realnog sektora. U periodu 2009–2011.

globalni tokovi SDI pokazuju porast od 500 milijardi dolara, što je uzrokovano blagim oporavkom svjetskih privreda. Ipak, kao posledica krize, rast nije bio dugoročan i stagnira u posljednje dve godine. Ovakva situacija se mogla predvideti, uzimajući u obzir opreznost investitora, kao i samu promenu strukture investicija (rast procenta portfolio investicija u odnosu na SDI). Neophodno je naglasiti da nakon oporavka od svetske recesije, u 2012. zemlje u razvoju su po prvi put imale veći priliv investicija u odnosu na razvijene zemlje za više od 142 milijarde dolara (Tabela 1).

Tabela 1. Tokovi SDI prema makro regionima u periodu 2010–2012. (u milijardama dolara i procentima)

Region	Prilivi SDI			Odlivi SDI		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Svet	1 409	1 652	1 351	1 505	1 678	1 391
Razvijene privrede	696	820	561	1 030	1 183	909
Privrede u razvoju	637	735	703	413	422	426
Afrika	44	48	50	9	5	14
Azija	401	436	407	284	311	308
Južna Amerika i Karibi	190	249	244	119	105	103
Okeanija	3	2	2	1	1	1
Privrede u tranziciji	75	96	87	62	73	55
Procentualno učešće u ukupnim SDI u svetu						
Razvijene privrede	49.4	49.7	41.5	68.4	70.5	65.4
Privrede u razvoju	45.2	44.5	52.0	27.5	25.2	30.6
Afrika	3.1	2.9	3.7	0.6	0.3	1.0
Azija	28.4	26.4	30.1	18.9	18.5	22.2
Južna Amerika i Karibi	13.5	15.1	18.1	7.9	6.3	7.4
Okeanija	0.2	0.1	0.2	0.0	0.1	0.0
Privrede u tranziciji	5.3	5.8	6.5	4.1	4.3	4.0

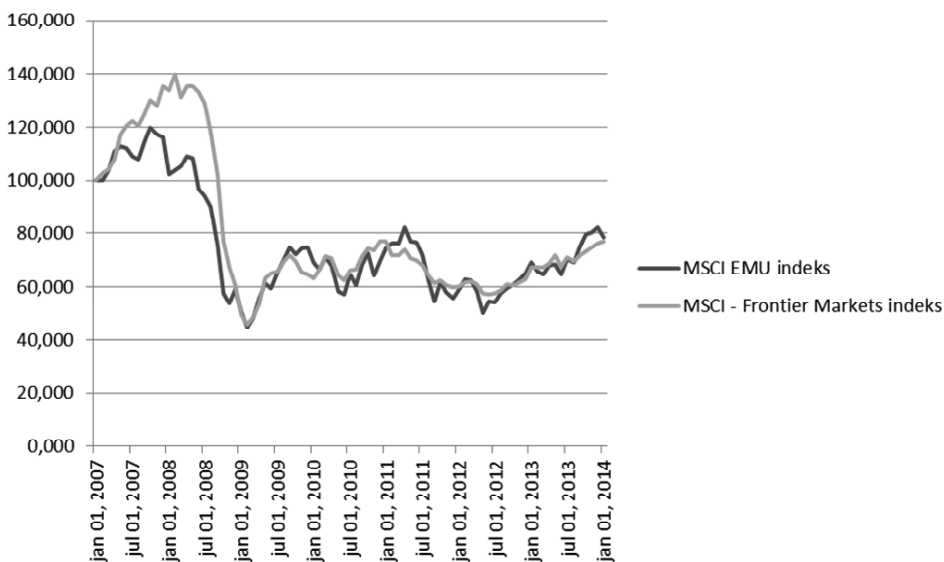
Izvor: Prema modifikovanoj tabeli (UNCTAD 2013, 13)

Sama regionalna struktura tokova SDI ne ide u korist tranzicionih zemalja, u koje spada i Srbija. Prema podacima iz prethodne tabele, od ukupnih tokova investicija u svetu, privrede u tranziciji imaju najmanji priliv (osim Afrike i Okeanije), između 5 i 6% od ukupnog priliva. Situacija je još lošija ako posmatramo regionalni raspored unutar tranzicionih zemalja. U 2012. Rusija je imala priliv od 51 milijardu dolara, što znači da sve ostale tranzicione zemlje imaju ukupno 36 milijardi (UNCTAD 2013) priliva. Najveći priliv ostvaruju zemlje u razvoju (Tabela 1), a

među njima prednjače takozvane BRIK zemlje (Brazil, Rusija, Indija i Kina). Kina je u 2012. imala 121 milijardu dolara priliva investicija, Hong Kong 75, Brazil 65, Singapur 57, Čile 30, itd. (prema istom izvoru). Postavlja se ključno pitanje: *Zašto zemlje u razvoju beleže najveći porast investicija?* Odgovor na ovo pitanje ne mogu dati izveštaji Ujedinjenih nacija ili slična literatura, već je neophodno usmeriti se na portfolio teoriju i investicionu literaturu koja se vezuje za ovaj oblik investicija. Još od 1970-ih godina, evaluacija performansi investicionih portfolija dobija veliki značaj, uglavnom kao rezultat razvoja *Sharpe-ove capital-asset pricing* teorije (Sharpe 1964), koja je doprinela boljem razumevanju kriterijuma neophodnih da se procene investicione performanse (Vuković et al. 2012).

Da bi se potpuno sagledali svi aspekti investicionih tokova u ovim periodima, neophodno je uključiti podatke o tržišnoj stopi kapitalizacije razvijenih zemalja (*eng: MSCI EMU – European Economic and Monetary Union Index – Indeks tržišne kapitalizacije Evropske ekonomske i monetarne unije*) i zemalja u razvoju (*eng: MSCI – Frontier Markets Index – Indeks tržišne kapitalizacije zemalja sa rastućim tržištem*), mereno prilagođenim indeksom tržišne kapitalizacije od strane institucije *Morgan Stanley*. Ovi indeksi mogu biti dobar pokazatelj kapitalnog investiranja u određenom vremenskom periodu.

Slika 3. Tržišna kapitalizacija zemalja Evropske monetarne unije i zemalja sa rastućim tržištem. Izvor: Morgan Stanley 2014, podaci ažurirani u februaru 2014.



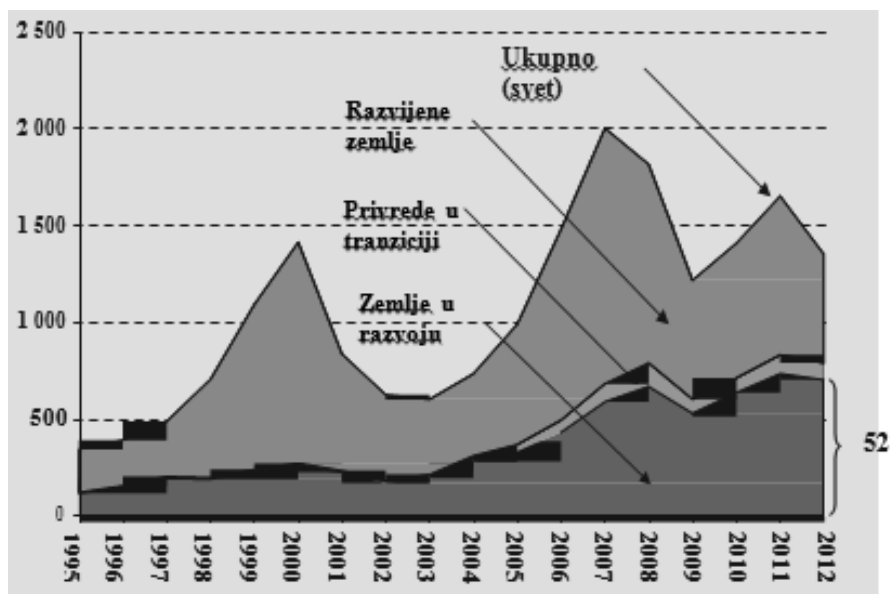
48 Prema Morgan Stanley (2014), *MSCI EMU* indeks je „plivajući“ – prilagođeni ponderisani cenovni indeks tržišne kapitalizacije, dizajniran za merenje performansi tržišta kapitala zemalja u Evropskoj monetarnoj uniji. Ovaj indeks se

sastoji od sledećih 10 razvijenih tržišnih indeksa zemalja: Austrije, Belgije, Finske, Francuske, Nemačke, Irske, Italije, Holandije, Portugalije i Španije. *MSCI – Frontier Markets* indeks je „plivajući“ – prilagođeni ponderisani cenovni indeks tržišne kapitalizacije, dizajniran za merenje performansi tržišta kapitala zemalja sa rastućim tržištem. Ovaj indeks se sastoji od sledećih 26 indeksa zemalja u razvoju: Argentine, Bahreina, Bangladeša, Bugarske, Hrvatske, Estonije, Jordana, Kenije, Kuvajta, Libana, Litvanije, Maroka, Kazahstana, Mauricijusa, Nigerije, Omana, Pakistana, Katar, Rumunije, Srbije, Slovenije, Šri Lanke, Tunisa, Ukrajine, Ujedinjenih Arapskih Emirata i Vijetnama.

Na Slici 3, indeksi pokazuju da je u periodu svetske recesije (2008–2009) drastično pala tržišna stopa kapitalizacije. Linija pada ima oštar nagib i gotovo je identična padu tokova SDI (Slika 2). Bez ikakve sumnje se može reći, da je nastanak svetske recesije imao snažan uticaj kako na tržište kapitala (Slika 3), tako i na realnom tržištu (Slika 4). Nakon 2009. blaži oporavak je uticao na porast vrednosti indeksa tržišne kapitalizacije, ali u skoro duplom manjem procentu rasta u odnosu na period pre krize. Ovo se upravo odnosi na opreznost investitora, koja je nakon krize veća, što direktno utiče na sporiji rast tržišne kapitalizacije. Važno je spomenuti da postoji i veća tržišna kapitalizacija zemalja sa rastućim tržištem u odnosu na zemlje Evropske monetarne unije. Najveća razlika u visini ovih indeksa je do 2009. a nakon toga su na približno istom nivou. Opreznost investitora je opet razlog, zbog čega se u manjoj meri investira na tržište kapitala zemalja sa rastućim tržištem u odnosu na zemlje Evropske monetarne unije, u periodu nakon završetka krize. Odnosno, povećan je investicioni rizik u ovim zemljama (lošiji makroekonomski rezultati, rast bete i standardne devijacije kao mere finansijskih rizika, politički rizici, itd.), dok su prinosi ostali na sličnom nivou (Morgan Stanley 2014). Slična situacija se odnosila i na kretanje tokova SDI.

Globalni priliv stranih direktnih investicija pao je za 18 % u 2012. u odnosu na 2011. što predstavlja smanjenje sa 1065 milijardi dolara u 2011. na 1035 milijardi u 2012 (UNCTAD, 2013). U istom periodu dolazi do pada i globalnih makroekonomski agregata, što je svakako uticalo na pad priliva SDI. Globalni bruto domaći proizvod (BDP) je u 2012. 2,3 %, što predstavlja smanjenje za pola procentnog poena u odnosu na 2011. (IMF, 2013). U istom vremenskom periodu, globalni trgovinski tokovi su opali sa 5.9 na 2.6% (UNCTAD 2013) i zaposlenost sa 1.5 na 1.3% (ILO 2012). Stopa prinosa na uvezene SDI je pala sa 7,2 na 6,6% u istom vremenskom periodu, dok je stopa prinosa na SDI koje su izvezeno u druge zemlje opala još više, sa 7,2 na 6,2% (UNCTAD 2013). U odnosu na kretanje ovih podataka u periodu pre krize (2005–2007) i za vreme krize (kada je pad bio manji – oko 0,4%), smanjen procenat prinosa od SDI se ne može objasniti samo uticajem recesije. Investicije u fiksni kapital su porasle u ovom periodu (prema istom izvoru) za 5%, što govori da je došlo do promene u strukturi investicija. Ako svetska

Slika 4. Priliv SDI, globalni i po grupi privreda, 1995–2012 (milijarde dolara)



Izvor: UNACTAD 2013

recesija nije direktno uticala da smanji prinos od SDI, 3 godine nakon krize, onda je svakako postojao indirektni uticaj na promenu investicione strukture, u korist većeg investiranja u kapital (kao portfolio investicije).

Tabela 2. Stope prinosa SDI u periodu 2006–2011 (procenat)

Region	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Svet	7.3	7.2	7.7	5.9	6.8	7.2
Razvijene privrede	6.3	6.1	4.6	4.0	4.6	4.8
Privrede u razvoju	9.7	9.8	9.7	8.7	9.0	8.4
Afrika	10.0	13.4	15.8	10.8	8.9	9.3
Azija	9.5	9.1	8.9	8.8	9.8	8.8
Južna Amerika i Karibi	10.2	10.3	9.9	7.6	7.1	7.1
Privrede u tranziciji	14.5	12.0	16.5	10.7	10.8	13.0

Izvor: Prema modifikovanoj tabeli (UNCTAD 2013, 61.)

U Sjedinjenim Državama, stopa prinosa na prekogranične portfolio investicije u 2011. bila je 2,7%, dok je stopa prinosa na SDI bila 4,8% (IMF 2013). Ipak, veća stopa prinosa na SDI u odnosu na portfolio investicije ne znači da će one biti i poželjnije. Drugim rečima, portfolio investicije nude manji rizik, ne zahtevaju visoke troškove ulaganja, visok stepen poslovnog i finansijskog leveridža i druge

faktore koji mogu imati presudan uticaj na investiciono odlučivanje, pogotovo u uslovima krize. Štaviše, 2,7% prinosa na investirani portfolio na stabilnom finansijskom tržištu, koje ima relativno nisku volatilnost i manji nivo bete, predstavlja solidnu stopu prinosa. Investitori spremniji na rizik imaće daleko šire područje investiranja. Zemlje u razvoju i privrede tranzicije odlikuju se još većom stopom povraćaja na investirani kapital (Tabela 2). U periodu krize, svi makro regioni su imali pad stope prinosa SDI. Najveći pad su imale i najvolatilnija tržišta: Afrika sa 15,8 na 10,8%, privrede u tranziciji sa 16,5 na 10,7% (Tabela 2). Razvijene privrede su imale dosta manji pad, od samo 0,6%. U 2011. najveći rast stope prinosa SDI imaju privrede u tranziciji, razvijene privrede imaju rast od samo 0,2%, dok privrede u razvoju imaju čak i pad stope prinosa.

III

Izuzev Slovenije, koja spada u grupu inovativno vođenih privreda (World Economic Forum 2013) zemlje Zapadnog Balkana se mogu svrstati u grupu tranzicionih zemalja sa rastućim tržištem ili investiciono vođene privrede (prema istom izvoru). Prilikom nastanka svetske krize, najpre na finansijskom sektoru (druga polovina 2008.), a odmah zatim i na realnom sektoru (kraj 2008.), mnogi ekonomisti su smatrali da ova kriza neće imati veliki uticaj na zemlje u tranziciji. Mišljenje se baziralo na činjenicama da zemlje Zapadnog Balkana imaju slabo razvijena finansijska tržišta sa malom stopom tržišne kapitalizacije, a kako je kriza imala prvenstveno finansijski karakter, uticaj je trebalo da bude daleko manji nego na razvijene zemlje. Ipak, pokazalo se da ovo nije tačno.

Kriza u finansijskom sektoru se brzo prenela na realan sektor, pogađajući ne samo zemlje koje su izvezile svoj kapital (razvijene zemlje), već i one zemlje koje dosta zavise od uvoza stranog kapitala (među koje spada i Srbija). Osim toga, zbog većeg rizika investiranja, smanjuje se udeo SDI u ukupnim investicijama, a raste udeo portfolio investicija (prema proračunu autora na osnovu podataka: UNCTAD 2013; Morgan Stanley 2014). Podaci iz Tabele 3. upravo ukazuju na promenu investicione strukture.

U periodu krize, Srbija je imala negativan priliv portfolio investicija, a nakon završetka, rast ovih investicija je 2,5 puta veći u odnosu na period pre izbivanja krize (Tabela 3). S druge strane, samo u 2011. je ostvaren priliv SDI sličan iznosu u periodima pre krize, dok je u ostalim godinama zabeležen pad ovih investicija (Tabela 4). Hrvatska je imala sličnu situaciju. Od 2010. godine, portfolio investicije su se uvećale tri puta u odnosu na svaku prethodnu godinu, dok se nivo SDI smanjio između tri i četiri puta u 2011–2012. u odnosu na 2007–2008. Crna Gora, Bosna i Hercegovina i Makedonija imaju još manje razvijena finansijska tržišta, zbog čega je nivo portfolio investicija vema nizak. Priliv SDI u ovim republikama se znatno

Tabela 3. Struktura investicija u Srbiji i zemljama okruženja u periodu 2007–2012. u milionima evra

		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Srbija	Strane direktne investicije	1.821	1.824	1.372	860	1.827	232
	Portfolio investicije	678	-91	-51	39	1.619	1.666
	Ostale investicije	3.419	3.713	3.075	-9	1.049	-152
Slovenija	Strane direktne investicije	-268,7	381,1	-539,1	333,5	638,0	314,4
	Portfolio investicije	-2285,8	620,8	4622,5	1830,3	1701,8	-321
	Ostale investicije	4.189,5	1.715,2	-4.020,8	-1.872,1	-2.761,6	-1.402,4
Hrvatska	Strane direktne investicije	3.435,2	3.102,7	1.670,5	503,3	1.049,3	1.094,2
	Portfolio investicije	335,9	-796,4	454,4	154,4	523,4	1831,3
	Ostale investicije	1.359,8	3.035,3	2.337,6	668,4	211,9	-2.424,5
Crna Gora	Strane direktne investicije	567,8	581,9	1.066,5	552,1	389,1	461,6
	Portfolio investicije	5,1	-15,5	-41,8	188,2	163,6	-24,7
	Ostale investicije	799,5	744,7	-301,6	-211,1	-247,6	-55,5
Makedonija	Strane direktne investicije	506,9	409,4	136,9	158,6	336,8	110,7
	Portfolio investicije	114,1	-50,6	104	-56,8	-42,1	76
	Ostale investicije	-68,9	464,4	245,8	89,7	243,2	190,1
Bosna i Hercegovina	Strane direktne investicije	2.506,0	1.315,4	344,2	363,5	532,2	907,9
	Portfolio investicije	4,0	29,0	274,0	173,0	46,0	60,6
	Ostale investicije	422,0	1.493,0	987,0	875,0	1.403,0	1.180,4

Izvor podataka: proračun autora prema: Biltenu NB Srbije, Biltenu Banke Slovenije, Biltenu NB Hrvatske, Biltenu Centralne banke Crne Gore, Narodnoj banci Republike Makedonije, Centralnoj banci BIH

smanjio u odnosu na period pre svetske krize, u proseku intervala 2010–2012. u Bosni i Hercegovini tri puta, u Crnoj Gori 1,5 puta i Makedoniji dva puta (Tabela 4).

Prema podacima iz Tabele 4, možemo zaključiti da je svetska ekonomska kriza imala veliki uticaj na pad SDI u svim zemljama Zapadnog Balkana. Štaviše, u godinama nakon krize, nijedna od zemalja nije uspjela da povрати nivo investicija iz 2007. Ipak, ohrabrujuća je činjenica da su rastle portfolio investicije u Srbiji i Hrvatskoj³, što ukazuje na promenu investicione strukture (Tabela 3). To znači, da zbog veće neizvesnosti i potencijalnih rizika, investitori sve više ulažu u finansij-

³ Jer imaju relativno razvijenija finansijska tržišta u odnosu na Crnu Goru, Bosnu i Hercegovinu i Makedoniju.

Tabela 4. Priliv i odliv SDI u zemljama Balkana, za period 2007–2012. (milioni dolara)

Privreda	Prilivi SDI					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Slovenija	1 514	1 947	- 653	359	999	145
Bosna i Hercegovina	1 818	1 025	149	324	380	633
Hrvatska	5 041	6 220	3 339	432	1 502	1 251
Srbija	3 439	2 955	1 959	1 329	2 709	352
Crna Gora	934	960	1 527	760	558	610
Makedonija	693	586	201	212	468	135

Privreda	Odlivi SDI					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Slovenija	1 802	1 468	260	- 211	112	- 94
Bosna i Hercegovina	65	39	- 95	78	2	36
Hrvatska	295	1 421	1 233	- 146	30	- 99
Srbija	947	283	52	189	170	54
Crna Gora	157	108	46	29	17	27
Makedonija	- 1	- 14	11	2	- 0	- 8

Izvor: UNCTAD Informacioni sistem, SDI baza sa adrese: www.unctad.org/fdstatistics.

sku aktivu, a manje kroz direktne investicije. Jedan od pozitivnih efekata ovakvog načina investiranja je uticaj na razvoj finansijskih tržišta, koja su odlika razvijenih zemalja. Na kraju, podaci *Morgan Stanley*-a potvrđuju ovaj zaključak, jer se tržišna stopa kapitalizacije zemalja sa rastućim tržištem povećala u odnosu na stopu tržišne kapitalizacije razvijenih zemalja.

Literatura:

- Banka Slovenije. 2014. *Bilten*. Januar 2014, BS, Ljubljana. Preuzeto sa: <http://www.bsi.si/iskalniki/bilteni.asp?MapaId=229>
- Centralna banka Crne Gore. 2013. *Bilten 2013*. CBCG, Podgorica. Preuzeto sa: http://www.cb-mn.org/index.php?mn1=publikacije&mn2=bilten_cbcg
- Centralna banka Bosne i Hercegovine. 2013. *Bilten*. Broj 3, 2013, CBBH, centralni ured Sarajevo. Preuzeto sa: <http://www.cbbh.ba/index.php?id=35&lang=bs>
- Estrin S., & Uvalić, M. 2013. *Foreign direct investment into transition economies: Are the Balkans different?* LSE 'Europe in Question' Discussion Paper Series No. 64/2013.

- Grubišić, Z., Zarić, S., & Vuković, D. 2011. „FDI Inflow in see Countries and its Consequences in the Context of the Financial Crisis“. U *Finance and the Performance of Firms in Science, Education, and Practice*, Tomas Bata University in Zlin, Faculty of management and economics, Czech Republic. (edt.) Drahomira Pavelkova, (Proceedings paper), 116–129.
- Hrvatska narodna banka. 2014. *Bilten*. Broj 199, siječanj 2014, HNB, Zagreb. Preuzeto sa: <http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm>
- ILO. 2012. Value Chain Development: The role of Cooperatives and Business Associations in Value Chain Development. Geneva: ILO.
- IMF. 2013. World Economic Outlook April 2013, Hopes, Realities, Risks, World Economic and Financial Surveys. Washington, D.C.: IMF
- MIGA. 2006. *Investment Horizons: Western Balkans*. By the Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA) of the World Bank Group, Washington, DC.
- Morgan Stanley. 2014. Podaci preuzeti sa sajta <http://www.morganstanley.com/> na dan 20.02.2014.
- Narodna banka Srbije. 2013. *Statistički bilten*. Decembar 2013, NBS, Beograd. Preuzeto sa: <http://www.nbs.rs/internet/latinica/90/sb.html>
- Narodna banka Republike Makedonije. 2013. *Bilten*. Statistički prilog III, 2013. NBRM, Skopje. Preuzeto sa: <http://www.nbrm.mk/?ItemID=709DEDDDEF66C8544A9F4A27DBF6EDA07>
- OECD. 2009. *Aid Effectiveness: a Progress Report on Implementing the Paris Declaration*. Paris: OECD.
- Sharpe, W. F. 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, 19, 425–442.
- UNCTAD. 2013. *Global Value Chains and Development: Investment and Value Added Trade in the Global Economy*. New York and Geneva: United Nations.
- Uvalic, M. 2012. „Transition in Southeast Europe: Understanding economic development and institutional change“, U Gérard Roland (ed) (2012). *Economies in Transition. The Long Run View*, Basingstoke: Palgrave Macmillan, 364–399.
- Vuković, D., Jovanović, A. & Bjeljac, Ž. 2013. Evaluation of risks and returns of a company's portfolio. *Ekonomika*, I–III 2013 (1), 125–135. YUISSN 0350-137X , UDK: 338(497,1).
- World Economic Forum (2013). *The Global Competitiveness Report 2013–2014*. [Klaus Schwab, edt.] Geneva, Switzerland. Preuzeto sa: http://www.google.rs/url?sa=t&rcrt=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0CDcQrAIwAQ&url=http%3A%2F%2Fwww3.weforum.org%2Fdocs%2FWEF_GlobalCompetitivenessReport_2013-14.pdf&ei=cckFU6qEGMO9ygPziYLQAw&usq=AFQjCNFGBL-5-KGuiuBpKv2A-hohT8FKnzg&bvm=bv.61725948,d.Yms

*Summary:**The Influence of the Global Economic Crisis on Investment Flows and on the Change of their Structure*

In this paper we have analyzed the influence of the global economic crisis on investment flows and on the change of their structure. The aim of this paper is to determine the influence of the global economic crisis on investment inflows in developed and developing countries, but also to determine, whether the crisis has affected the growth of cautiousness of investors in the years after the crisis, taking into account the change in the investment structure. After the introductory section, in which the growth of inflow of investments in the countries of South East Europe is explained as well as the emergence of the global crisis, we have analyzed the impact of the crisis on the total investment flows. Special attention is directed to the emerging markets countries, where also Serbia belongs, which with starting the process of transformation became more attractive for foreign investors. By analysing the statistical official data of the United Nations (UNACTAD), Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA), and the financial institution Morgan Stanley, we found that there was a decline in investment flows during periods of crisis, but in the years of recovery. In addition, by analysing the structure of investment we came to the conclusion that portfolio investments increased, while foreign direct investment (FDI) declined as a result of increased investors cautiousness. Finally, by comparing the data of the central banks of the countries of Western Balkan, we analyzed the change in the structure of the investments in these countries in the period before and after the crisis. Serbia achieved greatest inflow of portfolio investments, while Croatia and Bosnia and Herzegovina had the highest FDI inflows in the period after the global economic crisis.

Key words: investments, the global economic crisis, foreign direct investments, portfolio investments, countries with emerging markets

Rad prijavljen: 18. 7. 2013.

Rad recenziran: 6. 8. 2013

Rad prihvaćen: 4. 10. 2013.