



**УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ**  
**ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ**

**Мр ЈЕЛЕНА (САВО) ВАСИЋ**

**УТИЦАЈ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА НА  
КВАЛИТЕТ МАКРОЕКОНОМСКИХ  
ПЕРФОРМАНСИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ И ЗЕМАЉА  
ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ**

**— докторска дисертација —**

**Ниш, 2016. година**



**УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ**  
**ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ**

**Мр ЈЕЛЕНА (САВО) ВАСИЋ**

**УТИЦАЈ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА НА  
КВАЛИТЕТ МАКРОЕКОНОМСКИХ  
ПЕРФОРМАНСИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ И ЗЕМАЉА  
ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ**

**— докторска дисертација —**

Текст ове докторске дисертације

ставља се на увид јавности,

у складу са чланом 30, ставом 8. Закона о високом образовању („Сл. гласник РС“, број 76/2005, 100/2007 – аутентично тумачење, 97/2008, 44/2010, 93/2012, 89/2013, 99/2014).

**НАПОМЕНА О АУТОРСКИМ ПРАВИМА**

Овај текст се сматра рукописом и само се саопштава јавности (члан 7 Закона о ауторским и сродним правима, „Сл. гласник РС“, број 104/2009, 99/2011 и 119/2012).

Ниједан део ове докторске дисертације не сме се користити ни у какве сврхе, осим за упознавање са садржајем пре одбране.

**Ниш, 2016. година**



**UNIVERSITY OF NIŠ**  
**FACULTY OF ECONOMICS**

**MSc JELENA (SAVO) VASIĆ**

**THE IMPACT OF FINANCIAL MARKETS ON  
MACROECONOMIC PERFORMANCE QUALITY OF  
THE REPUBLIC OF SERBIA AND CENTRAL  
EUROPEAN COUNTRIES**

**– Doctoral dissertation –**

**Niš, 2016**

Ментор:

**Проф. др Игор Младеновић**, ванредни професор,  
Универзитет у Нишу, Економски факултет

Чланови комисије:

1. \_\_\_\_\_

2. \_\_\_\_\_

3. \_\_\_\_\_

4. \_\_\_\_\_

Датум одбране

\_\_\_\_\_

## НАУЧНИ ДОПРИНОС ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ

Основни научни допринос докторске дисертације под називом „Утицај финансијских тржишта на квалитет макроекономских перформанси Србије и земаља Централне Европе“ огледа се у пружању информација и закључака да финансијско тржиште утиче на привредни развој у условима транзиције и посттранзиционој фази. Дисертација је пружила сазнања која су потврдила значај функционалног и ефикасног финансијског система за стабилне макроекономске агрегате. Савремена глобална финансијска криза је показала да очување стабилног финансијског окружења захтева координисане активности на националном и међународном нивоу, при чему је неопходно одржати систем стабилним, јер се у супротном недостаци рефлектују на све кључне макроекономске параметре.

Доказивање постављених хипотеза допринело је апострофирању значаја унапређења домаћег финансијског система. Научни допринос дисертације се односи и на конструисање економетријског модела који је на примеру пет земаља Централне Европе (ЦЕ5) доказао да ниво развијености финансијских тржишта утиче на реалну стопу привредног раста у периоду пре и након уласка у ЕУ. Истовремено су се, на бази анализе релевантне литературе из области макроекономије, као и анализом репрезентативних примера одабраних земаља Централне Европе искристалисале смернице актуелним креаторима макроекономске политике у Србији о приоритетним правцима развоја финансијског система у светлу европских интеграција. У складу са тим, израдом дисертације постигнути су следећи резултати и научни допринос:

- 1) идентификовање карактеристика финансијског система у транзицији и одређивање праваца његовог развоја,
- 2) објашњење међузависности нивоа развијености финансијског система у транзицији и квалитета основних макроекономских параметара,
- 3) повезивање квалитета макроекономских перформанси с параметрима развијености финансијског тржишта,
- 4) стицање увида шире јавности у проблематику ове научне области.

## **THE SCIENTIFIC CONTRIBUTION OF THE PHD THESIS**

The main scientific contribution of the doctoral thesis entitled “The impact of financial markets on macroeconomic performance quality of the Republic of Serbia and Central European Countries“is to provide the information and conclusions on financial market impact on economic development in transition and post–transition phase. PhD thesis has provided information that confirms the importance of a functional and efficient financial system for stable macroeconomic parameters. Modern global financial crisis has shown that the preservation of a stable financial environment requires coordinated action at national and international level, while it is necessary to maintain the system stable; otherwise the shortcomings are reflected in all key macroeconomic parameters.

Proving the hypothesis has contributed to the emphasis of the importance to improve domestic financial system. The scientific contribution of the dissertation is related to the construction of an econometric model that has demonstrated on the five Central European countries (CE5) case that the level of financial markets development affects the real rate of economic growth in the period before and after accession to the EU. At the same time, guidelines on priority directions for financial system development in the light of European integration were formulated for macroeconomic policy makers in Serbia, based on the analysis of the relevant literature in the field of macroeconomics, as well as the analysis of representative examples of selected countries in Central Europe. Accordingly, in writing of PhD dissertation the following results and the scientific contribution were achieved:

- 1) Identifying the characteristics of the transitional financial system and determining direction of its development,
- 2) An explanation of the interdependence of the level of development of the financial system in transition and the quality of basic macroeconomic parameters,
- 3) Linking the quality of macroeconomic performance with the parameters of financial markets development,
- 4) General public gains insight into the issues of this scientific field.

**ИЗЈАВА МЕНТОРА О САГЛАСНОСТИ ЗА ПРЕДАЈУ  
УРАЂЕНЕ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ**

Овим изјављујем да сам сагласан да кандидат мр Јелена С. Васић преда Реферату за последипломске студије Факултета урађену докторску дисертацију под називом УТИЦАЈ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА НА КВАЛИТЕТ МАКРОЕКОНОМСКИХ ПЕРФОРМАНСИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ И ЗЕМАЉА ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ, ради организације њене оцене и одбране.

Ниш, 22. март 2016. године

---

(Потпис ментора: Проф. др Игор Младеновић)

**THE STATEMENT OF THE MENTOR'S CONSENT FOR THE SUBMISSION OF  
THE COMPLETED DOCTORAL DISSERTATION**

Hereby, I declare that I agree that the candidate MSc Jelena S. Vasić, can submit the completed doctoral dissertation entitled **THE IMPACT OF FINANCIAL MARKETS ON MACROECONOMIC PERFORMANCE QUALITY OF THE REPUBLIC OF SERBIA AND CENTRAL EUROPEAN COUNTRIES** to the officer for doctoral studies at the Faculty, for the purpose of its evaluation and defense.

Niš, March 22, 2016

---

(Mentor's signature: PhD Igor Mladenović)



# УТИЦАЈ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА НА КВАЛИТЕТ МАКРОЕКОНОМСКИХ ПЕРФОРМАНСИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ И ЗЕМАЉА ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ

**Апстракт:** Развијен и стабилан финансијски систем један је од кључних фактора економског развоја и најзначајнији показатељ развијености националне привреде, који указује на учешће земље у међународним економским токовима. Неспорно је да између привредног развоја и развијености финансијског система постоји међузависност, што су потврдила бројна емпиријска истраживања, јер оптимална алокација финансијских средстава стимулативно делује на ефикасност пословања и привредни раст. Финансијско тржиште представља место укрштања захтева за диверсификацијом, којом учесници, на микронивоу, желе да обезбеде оптималну опцију за реализацију својих пословних активности, док на макронивоу оно обезбеђује виши квалитет макроекономских перформанси земље. Финансијска стабилност обезбеђује ефикасну алокацију ресурса и остварење кључних макроекономских функција. Очување финансијске стабилности је неопходно у редовним условима и кризним периодима, јер финансијски сектор представља есенцијалну компоненту националне економије, с огромним потенцијалом да ојача и подржи привредни раст или да наруши економску стабилност земље, што су велике економске кризе кроз историју и потврдиле.

Финансијски систем земаља у транзицији Европе није у довољној мери развијен, уз слабу повезаност финансијског система и реалне привреде, што је постало посебно изражено у условима савремене економске кризе. Стога је циљ ове дисертације да, уз указивање на карактеристике развијених тржишних система и проучавање специфичности система финансијског тржишта, сагледа допринос финансијског система макроекономској стабилизацији, посебно у условима европских транзиционих тржишта. Финансијски систем у Републици Србији је заснован на доминацији банкарског сектора, који карактерише брзи раст кредитне активности банака од 2003. године до избијања глобалне кризе и изложеност турбуленцијама због лоших пласмана. Ово је полазна одредница за истраживање у циљу проналажења одговора на питање да ли је развој финансијског тржишта имао утицај на квалитет макроекономских перформанси у претходном тринаестогодишњем периоду транзиције. Ефикасно функционисање финансијског система обезбеђује макроекономску стабилност, при чему и квалитетнији показатељи макроекономских перформанси доприносе ефикаснијем финансијском систему. Без развијених финансијских тржишта и финансијских институција привредна динамика савремених тржишних привреда би показала негативне тенденције у дугом року.

Циљ ове дисертације је да се сагледавањем искустава савремених тржишних привреда и одабраних земаља Централне Европе (ЦЕ5: Чешка Република, Мађарска, Пољска, Словачка и Словенија), сагледају међузависност финансијског система и макроекономских перформанси и перспективе развоја различитих облика финансирања привредних активности у Републици Србији.

**Кључне речи:** финансијски систем, финансијски развој, макроекономске перформансе, економски раст, привреде у транзицији

**Научна област:** S 000 Друштвене науке

**Ужа научна област:** S 180 Економија, економетрија, економска теорија, економски системи, економска политика

**UDK** 336.76:330.342(497.11+4-191.2)(043.3)

# THE IMPACT OF FINANCIAL MARKETS ON MACROECONOMIC PERFORMANCE QUALITY OF THE REPUBLIC OF SERBIA AND CENTRAL EUROPEAN COUNTRIES

**Abstract:** Developed and stable financial system is a key factor in economic development and one of the most important indicators of national economy development, which also indicates the participation of countries in international economic flows. It is undisputed that there is interdependence between economic development and financial system development, as confirmed by numerous empirical studies, because the optimal allocation of financial resources has a stimulating effect on the business sector efficiency and overall economic development. Financial market is a place of demands for diversification, in which the participants, at the micro level, want to ensure the optimal option for their business activities implementation, while at the macro level that provides a higher quality of macroeconomic performances. Financial stability ensures an efficient resources allocation and the achievement of key macroeconomic functions. Maintaining financial stability is necessary during prospective periods and in times of crisis, because the financial sector is an essential component of national economy, with a huge potential to strengthen and support economic growth or to undermine the economic stability of the country, what great economic depressions through history confirmed.

The financial system of European transition economies is not sufficiently developed, with a weak correlation between the financial system and the real economy, which has become particularly evident in conditions of modern economic crisis. Therefore, the aim of this dissertation is to examine financial system's contribution to macroeconomic stabilization, especially in the conditions of transition to market economies in European countries, with reference to characteristics of developed market systems and specificity of their financial markets. The financial system in the Republic of Serbia is based on the dominance of banking sector, which was characterized by rapid growth in bank lending activity from 2003, until the outbreak of the Global crisis and the exposure to turbulence due to bad loans. That is the starting benchmark for research to find answers to the question of whether the development of the financial markets had an impact on the quality of macroeconomic performances in the previous thirteen-year transition period. Efficient functioning of the financial system provides the macroeconomic efficiency, while the better macroeconomic performances contribute to a more efficient financial system. Without developed financial markets and financial institutions, economic dynamics of modern market economies would show a negative trend in the long term.

The aim of this dissertation is to review the experiences of modern market economies and selected countries of Central Europe (Abbreviation CE5 includes selected countries of Central Europe: Czech Republic, Hungary, Poland, Slovakia and Slovenia), examine the interdependence of the financial system and the macroeconomics performances and prospects of different ways of financing the economy of the Republic of Serbia.

**Key words:** financial system, financial development, macroeconomic performances, economic development, transition economies

**Scientific Field:** S 000 Social Sciences

**Scientific Discipline:** S 180 Economics, econometrics, economic theory, economic systems, economic policy

## САДРЖАЈ

СПИСАК ТАБЕЛА: .....	I
СПИСК ГРАФИКОНА: .....	III
СКРАЋЕНИЦЕ: .....	V
Уводне напомене.....	1
ПОГЛАВЉЕ I: ТЕОРИЈСКИ И ЕМПИРИЈСКИ АСПЕКТИ ВАЖНОСТИ ЕЛЕМЕНАТА ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА ЗА ЕКОНОМСКИ РАЗВОЈ .....	7
1. Теоријски постулати о финансијском систему као акцелератору привредног раста.....	11
2. Развојна функција елемената финансијског система у економској теорији .....	20
3. Преглед емпиријских истраживања о међузависности привредног раста и развијености финансијског система.....	29
ПОГЛАВЉЕ II: ФИНАНСИЈСКА ТРЖИШТА И ЕКОНОМСКА КРИЗА .....	35
1. Политике неолибералних консензуса као основа раста глобалних финансијских тржишта.....	41
2. Азијска финансијска криза.....	47
3. Глобална финансијска криза.....	57
4. Узроци глобалне финансијске кризе.....	67
ПОГЛАВЉЕ III: НЕОПХОДНОСТ РЕФОРМЕ У РЕГУЛАЦИЈИ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА НА ГЛОБАЛНОМ НИВОУ КАО ОДГОВОР НА АКТУЕЛНУ ЕКОНОМСКУ КРИЗУ .....	75
1. Реформе у регулацији финансијских тржишта у САД.....	83
2. Реформе у регулацији финансијских тржишта у ЕУ.....	91
3. Нови регулациони оквир Базелског комитета за надзор банкарског сектора (BCBS) ..	100
4. Актуелни принципи глобалног регулационог оквира у сфери финансија .....	107
ПОГЛАВЉЕ IV: КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА ТРАНЗИЦИЈЕ ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ И ЗЕМЉАМА ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ .....	112
1. Транзиција финансијског система у земљама Централне Европе (ЦЕ5).....	117
1.1 Финансијска тржишта и процес приватизације.....	120
1.2 Реформа банкарског сектора .....	123
1.3 Достигнути ниво развијености финансијског тржишта у земљама ЦЕ .....	130
1.4 Детерминанте нивоа развијености финансијског система у земљама ЦЕ .....	134
2. Транзиција финансијског система Републике Србије .....	146
2.1 Финансијска тржишта и процес приватизације.....	148
2.2 Реформа банкарског сектора у Републици Србији.....	151
2.3 Достигнути ниво развијености финансијског тржишта у Републици Србији.....	157
2.4 Детерминанте нивоа развијености финансијског система у Републици Србији.....	161
ПОГЛАВЉЕ V: НИВО РАЗВИЈЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА И КВАЛИТЕТ МАКРОЕКОНОМСКИХ ПЕРФОРМАНСИ ЗЕМАЉА ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ.....	179
1. Финансијска тржишта и привредни раст у земљама Централне Европе (ЦЕ5).....	186
2. Финансијска тржишта и запосленост у земљама ЦЕ5.....	191
3. Финансијска тржишта и инфлација у земљама Централне Европе (ЦЕ5) .....	196
4. Финансијска тржишта и стране директне инвестиције у земљама (ЦЕ5) .....	201
5. Финансијска тржишта и текући рачун платног биланса у ЦЕ5.....	207
ПОГЛАВЉЕ VI: НИВО РАЗВИЈЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА И КВАЛИТЕТ МАКРОЕКОНОМСКИХ ПЕРФОРМАНСИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ.....	213
1. Финансијска тржишта и привредни раст у Републици Србији .....	216

2. Финансијска тржишта и запосленост у Републици Србији .....	222
3. Финансијска тржишта и инфлација у Републици Србији .....	226
4. Финансијска тржишта и стране директне инвестиције у Србији .....	232
5. Финансијска тржишта и текући рачун платног биланса у Србији .....	240
<b>ПОГЛАВЉЕ VII: ПЕРСПЕКТИВЕ РАЗВОЈА ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА У СРБИЈИ НА БАЗИ ИСКУСТАВА ЗЕМАЉА ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ (ЦЕ5) .....</b>	<b>251</b>
1. Компаративна анализа транзиционих индикатора Србије и пет селектованих земаља Централне Европе .....	255
2. Компаративна анализа развијености елемената финансијског система Србије и пет селектованих земаља Централне Европе .....	259
3. Компаративна анализа развијености елемената финансијског система и квалитета макроекономских перформанси у Србији и ЦЕ5 .....	268
4. Финансијска тржишта и привредни раст у селектованим земљама Централне Европе – поуке за Србију .....	278
5. Смренице и перспективе даљег развоја финансијских тржишта као механизма одржавања макроекономске стабилности .....	287
Закључак .....	
ЛИТЕРАТУРА .....	295
Биографија аутора .....	316

**СПИСАК ТАБЕЛА:**

Табела 1.1 Матрица (4*2) карактеристика финансијског система	Страна: 26
Табела 2.1 Основни макроекономски показатељи, у односу на годину отпочињања кризе	50
Табела 2.2 Параметри развијености, задужености и јавне потрошње, у односу на годину отпочињања кризе	52
Табела 2.3 БДП по становнику, у односу на годину отпочињања кризе (у доларима)	62
Табела 2.4 Квартална динамика реалног БДП–а (у %), у периоду од почетка кризе	63
Табела 2.5 Макроекономски индикатори у САД и ЕУ28	65
Табела 3.1 Усклађеност са међународним стандардима	89
Табела 3.2 Основне одреднице оквира стандарда Базел I, Базел II и Базел III	104
Табела 4.1 Транзиција у земљама ЦЕ5 и Србији	115
Табела 4.2 Власништво три највеће банке 2000. и 2013. године	123
Табела 4.3 Учешће страних банака у укупном броју банака по земљама ЦЕ5 и у Србији (у %), током првих петнаест година транзиције	124
Табела 4.4 Реализоване позајмице приватном сектору (одобрени кредити банкарског система у односу на БДП, у %)	127
Табела 4.5 Ефикасност пословања банкарских институција	128
Табела 4.6 Институционално уређење области супервизије финансијског система у ЦЕ5 и Србији	129
Табела 4.7 Поређење одабраних параметара берзи у ЦЕ5, Србији и еврозони, у периоду 2011–2013. године	132
Табела 4.8 Тржишна капитализација берзе у односу на БДП (у %, у периоду 1992–2013. године)	133
Табела 4.9 Индикатори финансијске дубине, 2013. године	137
Табела 4.10 Одабрани индикатори приступа изворима финансирања, 2013. године	139
Табела 4.11 Одабрани индикатори ефикасности финансијског пословања, 2013. године	141
Табела 4.12 Одабрани индикатори стабилности финансијског система, 2013. године	142
Табела 4.13 Одабрани остали индикатори финансијског система, 2013. године	143

Табела 4.14 Укупна вредност трговине хартијама од вредности у Србији (у млрд текућих долара)–(1), и учешће у БДП–у (у %)–(2), у периоду 2000–2013. године	159
Табела 4.15 Укупна вредност трговине хартијама од вредности у Србији (у млрд текућих долара), и учешће у БДП–у (у %), у периоду 2000–2013. године	160
Табела 4.16 Детерминанте развијености финансијског система у Србији, у периоду 2000–2013. године	165
Табела 5.1 Макроекономски индикатори у ЦЕ5	176
Табела 5.2 Стопа запослености популације узраста 15–64 године (у %)	193
Табела 5.3 Основни циљ монетарне политике централних банака земаља ЦЕ5	197
Табела 5.4 Прилив СДИ у земље ЦЕ5 у периоду 1993–2013. године, у млрд долара и сток СДИ, учешће у БДП–у, 2013. године	203
Табела 5.5 Текући рачун платног биланса, (у млрд долара)	209
Табела 6.1 Основни циљеви монетарне политике Србије у периоду 2001–2018. године	228
Табела 6.2 Токови СДИ, према типу инвестиција, 2007–2014. године	237
Табела 7.1 Варијабле коришћене у анализи	259
Табела 7.2 Спирманов коефицијент корелације за анализиране податке (ЦЕ5)	275
Табела 7.3 Спирманов коефицијент корелације за анализиране податке (Србија)	276
Табела 7.4 Дескриптивна статистика и број варијабли	282
Табела 7.5 Корелациона матрица	282
Табела 7.6 Вишеструки регресиони модел са фиксним ефектом	283
Табела 7.7 Регресиони модел са случајним ефектом	285
Табела 7.8 HAUSMAN TEST резултати	285

**СПИСК ГРАФИКОНА:**

Графикон 2.1 Теоријски приступ финансијама и расту	Страна: 22
Графикон 3.2 Индекс потрошачких цена у ЕУ28 (HICP)	96
Графикон 3.3 Референтна каматна стопа (6м) Европске централне банке	97
Графикон 4.1 Финансијска стабилност у Србији 2008–2014. године	153
Графикон 5.1 БДП по становнику у земљама ЦЕ5 и Србији	185
Графикон 5.2 Међугодишње стопе раста БДП–а земаља ЦЕ5 у периоду 1990–2013. године	187
Графикон 5.3 БДП и БДП по становнику у земљама ЦЕ5 2014. године	188
Графикон 5.4 Финансијска тржишта и БДП по становнику у земљама ЦЕ5 (у првих тринаест година транзиције)	189
Графикон 5.5 Стопа незапослености радне популације (15–64) у земљама ЦЕ5	193
Графикон 5.6 Стопа незапослености у земљама ЦЕ5, (укупно, у % радне снаге) 2014. године	194
Графикон 5.7 Финансијска тржишта и стопа запослености у ЦЕ5(у првих тринаест година транзиције)	195
Графикон 5.8 Цене – Инфлација (ЦПИ)	198
Графикон 5.9 Индекс нивоа цена, 2014. године	199
Графикон 5.10 Финансијска тржишта и инфлација у ЦЕ5 (у првих тринаест година транзиције)	200
Графикон 5.11 Стране директне инвестиције у ЦЕ5 и Србији (у % БДП–а)	202
Графикон 5.12 Прилив СДИ у ЦЕ5 од почетка транзиције до 2013. године	204
Графикон 5.13 Кумулативни прилив СДИ у БДП и просечна годишња стопа раста БДП у ЦЕ5 и Србији, у периоду 1993–2013. године	205
Графикон 5.14 Финансијска тржишта и СДИ у ЦЕ5 (у првих тринаест година транзиције)	206
Графикон 5.15 Дефицит текућег рачуна платног биланса ЦЕ5 (у % БДП), 1995–2013. године	210
Графикон 5.16 Финансијска тржишта и текући рачун платног биланса у ЦЕ5 (у првих тринаест година транзиције)	212
Графикон 6.1 Бруто домаћи производ Републике Србије и међугодишње стопе раста, 2000–2014. године	218

Графикон 6.2 Запосленост и незапосленост у Републици Србији, 2000–2013. године	224
Графикон 6.3 Индекс потрошачких цена Републике Србије, 2000–2013. године	230
Графикон 6.4 СДИ у разменљиве и неразменљиве секторе	234
Графикон 6.5 Нето СДИ у Републици Србији (у млн евра) и учешће у БДП–у, 2000–2014. године	235
Графикон 6.6 Текући рачун платног биланса Србије, 2000–2014. године и учешће у БДП–у	241
Графикон 6.7 Компоненте текућег биланса плаћања Србије и финансијски рачун, 2000–2014. године, учешће у БДП у %	247
Графикон 6.8 Степен отворености економије Србије у периоду 2000–2015. године	248
Графикон 6.9 Текући рачун платног биланса земаља ЦЕ5 и Србије	249
Графикон 7.1 Транзициони индикатори у првих десет и тринаест година транзиције (компарација просека за ЦЕ5 и Србију)	256
Графикон 7.2 Улазне СДИ, у првих тринаест година транзиције, у млн долара (компарација просека за ЦЕ5 и Србију)	257
Графикон 7.3 Текући рачун платног биланса, учешће у % у БДП, петнаестогодишњи просек за ЦЕ5 (1995–2009) и Србију (2000–2014)	258
Графикон 7.4 Депозити финансијског система, учешће у БДП–у, у %, просек за земље ЦЕ5 и Србија	261
Графикон 7.5 Кредити одобрени приватном сектору, учешће у у БДП–у, у %, просек за ЦЕ5 и Србија	263
Графикон 7.6 Депозити банака, учешће у БДП–у, у %, просек за ЦЕ5 и Србија	264
Графикон 7.7 Капитализација берзе, учешће у БДП–у, у %, просек за ЦЕ5 и Србија	265
Графикон 7.8 Вредност трговања на берзи, учешће у БДП–у, у %, просек за ЦЕ5 и Србија	266



**СКРАЋЕНИЦЕ:**

BCBS	Basel Comitee for Bank Supervision (Базелски комитет за супервизију банака)
БДП GDP	Бруто домаћи производ Gross Domestic Product
ДФО	Друге финансијске организације (штедионице, штедно–кредитне организације, штедно–кредитне задруге)
EBRD	European Bank for Regional Development (Европска банка за обнову и развој)
еврозона	Euro area (Белгија, Немачка, Ирска, Грчка, Шпанија, Француска, Италија, Кипар, Луксембург, Малта, Холандија, Аустрија, Португалија, Словенија, Словачка, Финска, Естонија, Летонија и Литванија)
EMBI	Индекс обвезница тржишта у успону
Emerging Market Economies	Тржишне привреде у успону
EY28	Европска унија (Аустрија, Белгија, Бугарска, Данска, Велика Британија, Чешка Република, Мађарска, Немачка, Ирска, Грчка, Шпанија, Пољска, Румунија, Француска, Италија, Кипар, Луксембург, Малта, Холандија, Португалија, Словенија, Словачка, Финска, Естонија, Летонија, Литванија, Хрватска, Шведска)
ЗУР	Земље у развоју
млн	милион
млрд	милијарда
ММФ	Међународни монетарни фонд
НБС	Народна банка Србије
НПЛ NPL	Non Performing Loans (Проблематични кредити, Ненаплативи кредити)
ИТС	International Trade Center
ОЕЦД	Чланице су: Аустралија, Аустрија, Белгија, Канада, Чиле, Чешка Република, Данска, Естонија, Финска, Француска, Немачка, Грчка, Мађарска, Ирска, Исланд, Израел, Италија, Јапан, Кореја, Луксембург, Мексико, Холандија, Нови Зеланд, Норвешка, Пољска, Португалија, Словачка, Словенија, Шпанија, Швајцарска, Турска, Велика Британија и САД.

РЗС	Републички завод за статистику
СДИ	Стране директне инвестиције
УН	Уједињене нације
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development (Конференција Уједињених Нација о трговини и развоју)
UNECE	United Nations Economic Commission for Europe (Економска комисија Уједињених нација за Европу)
FED (ФЕД)	Federal Reserve System (Федералне Резерве, Централна банка САД)
ХоВ	хартије од вредности
ЦЕ5	Земље централне Европе (пет земаља: Чешка Република Мађарска, Пољска, Словачка и Словенија)
CRD	Credit Requirements Directive (Директива у вези с капиталним захтевима)
CDS	Credit Default Swaps (Свопови кредитног неизвршења)
GCI	Global Competitiveness Index (Глобални индекс конкурентности)
WEF	World Economic Forum (Светски економски форум)

Знаци:

...	не располаже се податком
–	нема појаве
()	недовољно проверен податак
п.п.	процентни поен
%	процент
пр.	превод

## УВОДНЕ НАПОМЕНЕ

Савремене развијене тржишне привреде не би могле функционисати без стабилног финансијског система, који обезбеђује ефикасно функционисање финансијских тржишта и институција. Финансијски систем сервисира остале области привреде и подстиче економску активност која доприноси привредном расту и развоју. Једна од најпроблематичнијих области у погледу услова пословања у Србији је успорен напредак у унапређењу приступа изворима финансирања. У бројним анкетама домаће привреде истиче се да су финансијска подршка за пословање и скупе позајмице један од водећих фактора недовољно подстицајног пословног окружења. Ово је ограничавајући фактор реализације потенцијалних инвестиција. Политике унапређења стабилности финансијског система и развоја финансијског тржишта превасходно зависе од темпа општих реформи, које креирањем повољнијег амбијента за пословање и унапређењем основних макроекономских показатеља могу допринети напретку у овом сегменту, затим од јачања капацитета јавног апарата и подстицајних мера које су директно усмерене ка развоју појединачних сегмената финансијског тржишта.

Процес приступања Србије ЕУ и суштински напредак ка добијању чланства постављају пред домаћим креаторима економске политике значајне изазове у погледу идентификације и реализације коначних транзиционих решења. Процес приближавања ЕУ уводи Србију у последњу фазу транзиције и неизоставно намеће проналазак дуго одлаганих, најтежих и најважнијих транзиционих решења. Реализација неопходних промена је додатно отежана с обзиром на чињеницу да је глобална економска криза погоршала услове за пословање, као и да је цела привреда додатно ослабљена недоследним спровођењем нужних реформи у периоду од 2000. године. Највећи проблем је неравномерна регионална развијеност земље као и високе стопе незапослености које ослабљена привреда и недовољно подстицајни услови за пословање не могу решити без координисане националне политике. Модел развоја домаће привреде, заснован на расту кредита и приватној потрошњи није резултирао жељеним економским напретком земље, при чему реформе реализоване након 2008. године које су истицале раст извоза и инвестиција нису резултирале потпуним остварењем циљева економске политике. Развојни приоритет земље у наредним годинама је јачање приватног сектора (посебно малих и средњих предузећа) кроз унапређење услова за пословање и подстицаје инвестирању и извозу, при чему је најзначајнија компонента овог процеса финансијски сектор, који стабилним

пословањем може обезбедити реализацију наведених циљева. За реформе у свим областима су неопходни адекватни извори финансирања, уз приступ предузећа широкој палети понуде финансијских средстава посредством финансијског система. Усклађивање законодавства са правним тековинама ЕУ и правилна примена смерница и одредби, створиће предуслове за висок степен стабилности финансијског система.

Предмет истраживања ове докторске дисертације је утицај развијености финансијских тржишта на унапређење макроекономских перформанси у условима транзиције. С обзиром на комплексност предмета истраживања, пошло се од анализе релевантних теоријских ставова у међународној литератури о финансијама и привредном расту, као и прегледа значајних емпиријских истраживања о корелацији нивоа развијености финансијских тржишта и макроекономских перформанси у савременим тржишним привредама. Уз сагледавање и анализу узрока и последица глобалне финансијске кризе, омогућено је скенирање савремене улоге финансијских тржишта у процесу економског развоја. Наглашен је значај адекватне форме регулације финансијских тржишта не само у транзиционим и тржишним привредама, већ и на глобалном нивоу. Детаљно је анализирана улога финансијских тржишта у процесу транзиције финансијских система одабраних привреда Централне Европе и Србије. Постављање модела је омогућило квантификацију везе између нивоа развијености финансијских тржишта и индикатора квалитета макроекономских перформанси у селектованим привредама ЦЕ и формулисане су препоруке за Србију.

Дакле, развијен и стабилан финансијски систем је један од кључних фактора економског развоја и најзначајнији показатељ развијености националне привреде, који указује на учешће земље у међународним економским токовима. Бројна емпиријска истраживања су указала на везу између развијеног финансијског система и нивоа привредног развоја. Оптимална алокација финансијских средстава стимулативно делује на ефикасност пословања и привредни раст. Финансијска стабилност обезбеђује ефикасну алокацију ресурса и остварење кључних макроекономских функција. Очување финансијске стабилности је неопходно у редовним условима и кризним периодима, јер финансијски сектор представља есенцијалну компоненту националне економије, с огромним потенцијалом да ојача и подржи привредни раст или да наруши економску стабилност земље, што су велике економске кризе кроз историју и потврдиле.

Финансијски систем земаља у транзицији није у довољној мери развијен, уз слабу повезаност са реалном привредом, што је постало посебно изражено у условима

савремене економске кризе. Стога је циљ ове дисертације да, уз указивање на карактеристике развијених тржишних система и проучавање специфичности система финансијског тржишта, сагледа допринос финансијског система макроекономској стабилизацији, посебно у условима европских транзиционих тржишта. Финансијски систем у Републици Србији је заснован на доминацији банкарског сектора, који карактерише брзи раст кредитне активности банака од 2003. године до избијања глобалне кризе и изложеност турбуленцијама због лоших пласмана. Ово је полазна одредница за истраживање у циљу проналажења одговора на питање да ли је развој финансијског тржишта имао утицај на квалитет макроекономских перформанси у претходном тринаестогодишњем периоду транзиције. Ефикасно функционисање финансијског система обезбеђује макроекономску стабилност, при чему и квалитетнији показатељи макроекономских перформанси доприносе ефикаснијем финансијском систему. Без развијених финансијских тржишта и финансијских институција привредна динамика савремених тржишних привреда би показала негативне тенденције у дугом року. Циљ ове дисертације је да се сагледавањем искустава савремених тржишних привреда и одабраних земаља Централне Европе сагледа међузависност финансијског система и макроекономских перформанси и перспективе развоја различитих облика финансирања привредних активности у Републици Србији.

Анализом је обухваћен период од 1990. године до 2013. године за изабране привреде ЦЕ5, док је за привреду Србије фокус био на периоду од 2000. године до 2013. године. Циљ је био да се на основу искуства земаља ЦЕ5 пруже смернице креаторима макроекономске политике у погледу усклађивања финансијског са економским развојем привреде Србије, што је могуће остварити с обзиром да је модел показао да су финансијска тржишта у земљама ЦЕ5 дала допринос транзицији привредних система и побољшању макроекономских перформанси.

Постављена је основна хипотеза, према којој је финансијска стабилност националне привреде предуслов макроекономске стабилности, а адекватно регулисана и развијена финансијска тржишта доприносе квалитету макроекономских перформанси. Посебне хипотезе су формулисане с циљем додатне потпоре почетној хипотези. Развијеност финансијских тржишта и ниво развијености привреде су повезне варијабле. Бржи темпо финансијских реформи у периоду транзиције резултирао је привредним растом и стабилнишћу привредног амбијента у посттранзиционом периоду. Развијен финансијски систем и ефикасно постављен регулаторни оквир за очување

стабилности финансијског система могу ублажити интерне и екстерне поремећаје у реалној економији. Државе у транзиционој и посттранзиционој фази развоја су суочене с додатним изазовом јачања финансијског система који би обезбедио ефикаснију алокацију средстава и квалитетније макроекономске перформансе у будућем периоду. И у земљама у транзицији постоји позитивна корелација између финансијског и привредног раста.

Стабилан финансијски систем обезбеђује ефикасну алокацију финансијских средстава и поверење у систем, како у редовним тако и у условима финансијске неравнотеже. У истим условима обезбеђује и стабилно одржавање кључних макроекономских параметара. У условима очуване финансијске стабилности учесници у економском систему земље имају поверење у цео финансијски систем и ефикасно користе услуге у складу са пословним интересима. Дефинисани модел привредног раста Србије, у периоду након глобалне економске кризе, јасно истиче значај раста инвестиција и извоза за економски опоравак земље. У том сегменту је посебно важна улога финансијског система и креирање повољног амбијента за реализацију приватних и јавних инвестиција. С аспекта значаја приватног сектора за даљи економски раст, неопходно је обезбедити лакши приступ изворима финансирања, уз ниже трошкове финансијског посредовања и креирање амбијента за брзу реализацију приватних инвестиција.

Финансијска криза, која је уздрмала цео свет од 2007. године, указала је на све недостатке регулативе и супервизије на глобалном нивоу и потврдила неопходност ревидирања постојеће регулативе и супервизије финансијског система. Брз развој финансијских иновација и креирање нових сложених финансијских инструмената допринели су креирању профита финансијског сектора у кратком року. Међутим, нова финансијска актива је утицала на раст нестабилности финансијског система и целе привреде (Џанг, пр. 2013). Трошкови санирања последица глобалне финансијске кризе су велики јер је и утицај финансијског система на економске активности велики. Криза је показала да финансијска стабилност није одржива само у условима постојања ценовне стабилности, већ је неопходно истовремено пратити све кључне макроекономске параметре и ризике пословања уз редовне процене кретања, како у кратком тако и средњем року. Криза је показала да је финансијски систем у стању да се развија много брже од реалне привреде, што може имати негативне последице по привредна кретања. Финансијски систем треба бити уређен тако да обезбеђује „компанијама дугорочна улагања у физички капитал, људска знања и вештине и

организације, које су основно извориште економског развоја, а које им у исто време обезбеђују неопходна ликвидна средства“ (Ћанг, пр. 2013:313).

Успостављање развијеног финансијског система, уз функционалне елементе, један је од највећих изазова у транзиционом процесу Србије. Последице недовољне развијености огледају се у спорој и неефикасној транзицији и недовољно стабилном привредном расту који би резултирао вишим животним стандардом у земљи. Недовољно развијено финансијско тржиште је, у свим земљама у транзицији као и у Србији, једна од значајних препрека бржег друштвено економског развоја и остварења квалитетнијих макроекономских перформанси на нивоу националне привреде.

Истраживање је усмерено ка уочавању постојећих корелација и статистички значајне везе између развијености финансијског система и одабраних макроекономских агрегата на нивоу националних привреда. Највећи проблеми с којима се суочавао банкарски систем Србије у периоду након глобалне економске кризе јесте слаба кредитна активност банака и висок ниво проблематичних кредита. У финансијском систему земље доминирају комерцијалне банке које су у страном власништву, при чему је НБС окренута процесу динаризиције финансијског система. Евроизација домаћег финансијског система је велика, с обзиром да је око 75% депозита и кредита деноминирано у страним валутама (НБС, 2015). Осим слабог раста кредитне активности у наведеном периоду уочава се и смањење кредита одобрених приватном сектору. Према Индексу глобалне конкурентности, који објављује Светски економски форум, финансирање је најпроблематичнији фактор у пословању домаће привреде (WEF, 2015). Осим бројних регулаторних сметњи, сужене понуде финансијских производа, високих трошкова финансирања и неефикасан извршни поступак, привредна друштва најчешће нису довољно информисана о свим могућностима за финансирање пословања, нису склона преузимању ризика уз изразито слабу преговарачку позицију, посебно сектора малих и средњих предузећа, који чини око 95% домаће привреде. Ова привредна друштва најчешће не воде адекватну политику управљања финансијама. Изградња тржишта капитала, као могућег директног система финансирања који би понудио исплативу могућност за емитовање обвезница је изузетно спора. Зајмодавци најчешће немају квалитетне и благовремено доступне услуге процене вредности имовине и валидне информације о бонитету зајмотражиоца. Финансијски сектор Србије, стога, карактерише доминантан индиректни систем финансирања заснован на банкама, те је капацитет пословања, конкурентност

банкарског система уз смањивање трошкова важан предуслов одржавања стабилности финансијског система у наредном периоду.

Политика унапређења стабилности финансијског система и развоја финансијског тржишта обухвата опште реформе у земљи које, креирањем повољнијег амбијента за приступ финансијама и пословање, воде унапређењу основних макроекономских показатеља, неопходност јачања капацитета јавне институционалне потпоре и формулисање подстицајних мера које су директно усмерене ка развоју свих сегмената финансијског тржишта.

Развој финансијских тржишта у земљама ЦЕ5 је резултирао већим стопама привредног раста. Истраживање је показало да развијено финансијско тржиште и стабилан финансијски систем позитивно утичу на макроекономске перформансе привреде. Пораст учешћа тржишне капитализације за 1% БДП–а годишње резултира реалном стопом привредног раста у истој години која је већа за 0,79 процентних поена. С обзиром да је регресиони модел у истраживању обухватио и утицај финансијске кризе, доказано је да су последице глобалне финансијске кризе биле негативне на реалну стопу раста БДП–а у земљама ЦЕ5. Овакав утицај на транзициони модел развоја финансијског тржишта, представља адекватан репер оцени значаја финансијског тржишта за економски раст и развој у Србији. У условима када се економска политика земље ослања на инвестиције и извоз као основне детерминанте привредног раста и развоја у наредном периоду, као и јачање сектора малих и средњих предузећа, јасно је да су извори финансирања неизоставан предуслов реализације наведених циљева. Најважнији стратегијски циљ развоја финансијског система у наредним годинама је одржавање стабилности система банкарских и небанкарских финансијских институција и финансијских тржишта, уз јачање конкурентности и капацитета како директних тако и индиректних система финансирања у земљи. Развој различитих облика финансијског посредовања треба деловати у правцу смањења трошкова финансијског посредовања и обезбедити већу доступност извора финансирања свим корисницима привредног сектора. У том правцу је неопходно развијати алтернативне системе финансијског посредовања како би се повећала понуда финансијских услуга. Паралелно с овим процесом, неопходно је едуковати кориснике финансијских услуга о новим инструментима што, уз стабилне макроекономске услове пословања, представља прави пут развоја финансијског система Србије у наредним годинама.



# ПОГЛАВЉЕ I

## ТЕОРИЈСКИ И ЕМПИРИЈСКИ АСПЕКТИ ВАЖНОСТИ ЕЛЕМЕНАТА ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА ЗА ЕКОНОМСКИ РАЗВОЈ

Развијену тржишну привреду није могуће замислити без развијеног финансијског система, који обезбеђује усклађеност финансијских тржишта, институција и финансијских инструмената.<sup>1</sup> Основне функције финансијског система су сервисирање осталих области привреде, чиме се подстиче економска активност у нефинансијским секторима, што доприноси привредном расту и развоју. То је неизоставан део савремених привреда, с обзиром да темпо економског развоја зависи од ефикасности функционисања финансијског система, који подразумева стабилне финансијске институције и развијен правни оквир. Према дефиницији Роуза и Маркиса (2011: 3), финансијски систем је скуп институција, тржишта, регулативе и техника којима се каналише ниво каматних стопа, трговање финансијским инструментима и креирају финансијске услуге широм света. С обзиром на сложеност концепта међузависности финансијског система и економског развоја, у овом делу рада је представљена еволуција теоријских и емпиријских истраживања реалног и финансијског сектора. Анализа је сегментирана на традиционалну и савремену литературу, као и емпиријска истраживања, чиме је заокружен преглед проучавања која дају потпунију слику о финансијама, као значајној детерминанти привредног развоја. Приказана су истраживања која подржавају тезу да финансијско тржиште утиче на квалитет макроекономских перформанси привреде.

Друштвено економски развој сваке епохе човечанства, условљавао је и развој економске мисли и схватања појма финансијског система, почев од античких филозофа који су спорадично разматрали теме из области финансија (Платон, Аристотел и Ксенофонт), преко средњевековних канониста (Тома Аквински) до развоја основних економских теорија почев од петнаестог века. Платон (пр. 2013)<sup>2</sup> се, у познатом делу „Држава“ написаном 380. године пре нове ере, бави економисањем, осврћући се на улогу државе у друштву. Аристотел (пр. 1975)<sup>3</sup> је указао на функције новца, као мере

---

<sup>1</sup> Према Болдингу (1956) основни елементи опште теорије система, у оквиру које посебно место заузима привредни систем, постављени су половином двадесетог века. Привредни систем представља основ развоја сваког друштвеног система. Финансијски систем, као један од најважнијих подсистема привредног система, обезбеђује проток финансијских средстава између привредних и финансијских субјеката.

<sup>2</sup> Платон (грч. Πλάτων) је живео у периоду 427–347. године пре нове ере.

<sup>3</sup> Аристотел (грч. Αριστοτέλης) је живео у периоду 384–322. године пре нове ере.

вредности и средство размене, док је Ксенофонт (пр. 2011)<sup>4</sup> расправљао о државним приходима. Тома Аквински (пр. 2010)<sup>5</sup> се, у својим радовима, бавио финансијским темама и питањем новца, као и очувањем државних резерви. Дакле, област финансија и финансирања друштва је проучавана у оквиру осталих научних дисциплина до XV века и почетка пропадања европског феудалистичког поретка, уз развој држава као центара моћи. Према ставовима меркантилиста<sup>6</sup> (период од XVI до XVII века), чија је основна идеја била да се богатство земље заснива на количини новца (племенитих метала) коју поседује, развој привреде је зависио од понуде капитала. Према класичној економској теорији (период од XVIII до XIX века)<sup>7</sup> у привреди постоји стална економска равнотежа, која се на тржишту робе, рада и капитала успоставља нивоом цена, реалних зарада и каматних стопа. У Кејнзовом моделу (пр. 2013)<sup>8</sup> (тридесете године XX века) привреда није увек у стању равнотеже, што захтева активну улогу државе у области монетарне политике, политике пореза и јавних расхода. Посебно се наглашава регулација буџетског дефицита и јавног дуга. Милтон Фирдман (пр. 1996), представник монетаристичке теорије<sup>9</sup> (четрдесете године XX века), је заступао став да монетарна политика утиче на равнотежни доходак и цене, деловањем на промене у инвестицијама и потрошњи. Нова класична економија, односно, школа рационалних очекивања (седамдесете године XX века) чији је представник Роберт Лукас (1988) полази од становишта да се привредни субјекти рационално понашају и ефикасно процењују економска кретања у наредном периоду, на основу расположивих информација. Према неолибералном аспекту развоја привреде (почетком педесетих година XX века, уз нагли успон идеје од седамдесетих година XX века), истиче се развојна улога финансијског система који, повезивањем штедње и инвестиција, доприноси привредном расту и развоју.

Савремена финансијска теорија је сложена целина великог броја различитих концепата, који систематизују знање о доношењу финансијских одлука, при чему је највећи део подржан развојем бројних квантитативних модела и метода истраживања.

---

<sup>4</sup> Ксенофонт (*грч.* Ξενοφών) је живео у периоду 430–355. године пре нове ере.

<sup>5</sup> Тома Аквински (*итал.* Tommaso d'Aquino) је живео у периоду 1225–1274. године.

<sup>6</sup> Меркантилизам је настао почетком XVI века, развијен је у периоду 1500–1750. године. Меркантилизам представља скуп идеја о начину регулисања економске активности у једној земљи, како би се повећала количина новца у земљи.

<sup>7</sup> Представници класичне економске теорије су Адам Смит (*енг.* Adam Smith) и Давид Рикардо (*енг.* David Ricardo). Адам Смит је живео у периоду 1723–1790. године а Давид Рикардо у периоду 1772–1823. године.

<sup>8</sup> Џон Мајнард Кејнз (*енг.* John Maynard Keynes) је живео у периоду 1883–1946. године.

<sup>9</sup> Милтон Фридман (*енг.* Milton Friedman) је живео у периоду 1912–2006. године.

Интерес академских кругова за детаљније проучавање постојећих релација између финансијског система и агрегатне производње интензиван је крајем осамдесетих година прошлог века. Разлог су били све чешћи ставови креатора макроекономских политика да финансијска тржишта и институције завређују детаљнија истраживања, пошто значајно условљавају динамику и раст производње. У овом периоду је методологија академских и емпиријских истраживања значајно унапређена, уз све већу афирмацију изучавања финансијског аспекта привредног развоја. Механизам којим се оцењује значај финансијског система за економски раст, односи се на структуру финансијског система и регулаторни оквир функционисања. Велики број економских теоретичара, који су допринели разумевању функције и развоја савременог финансијског тржишта, добитници су Нобелове награде за економију.<sup>10</sup>

Основна функција економије је ефикасна алокација капитала која се постиже инвестирањем у профитабилне и иновативне секторе. Инвестиције представљају значајну компоненту привредног раста, при чему су за сваку националну привреду посебно значајне инвестиције које се финансирају из домаће штедње (сектор домаћинства одрицањем од текуће потрошње, сектор привреде реинвестирањем профита, сектор државе буџетским суфицитом). Међутим, у периоду економске кризе и привредних тешкоћа, сектор домаћинства не штеди довољно да се покрене значајан талас инвестиција. Уз комбинацију са недовољно диверсификованим могућностима за улагања, услед недовољно развијених финансијских тржишта, то утиче на успоравање привредног раста и лошије макроекономске перформансе привреде. Стога је улога финансијског система, као посредника у повезивању штедње и инвестиција, важна са аспекта привредног развоја, и понуде алтернативних производа за улагања, сходно спремности за преузимање ризика. У ситуацији када је стопа инвестирања у једној

---

<sup>10</sup> Добитници Нобелове награде за економске науке, који су се бавили изучавањем појединих сегмената савременог финансијског тржишта су: Пол Самјуелсон (*енг.* Paul A. Samuelson) 1970. године за научни допринос статичке и динамичке економске теорије и унапређењу квалитета анализе у економским наукама, Фридрих фон Хајек (*енг.* Friedrich August von Hayek) 1974. године, уз Ганер Мидрола (*енг.* Gunnar Myrdal) за пионирски рад у теорији новца и економских флукуација и анализу њиховог утицаја на међузависност економског, друштвеног и институционалног феномена, Милтон Фридман (*енг.* Milton Friedmann) 1976. године за достигнуће у области анализе потрошње, теорије и историје новца и приказ политике стабилизације, Џејмс Тобин (*енг.* James Tobin) 1981. године за анализу финансијских тржишта и њихов однос према одлукама о потрошњи, запослености, производњи и ценама, Франко Модиглиани (*енг.* Franco Modigliani) 1985. године за пионирске анализе штедње и финансијских тржишта, Хери Марковиц (*енг.* Harry M. Markowitz), Вилијам Шарп (*енг.* William F. Sharpe) и Мертон Милер (*енг.* Merton H. Miller) 1990. године за пионирско истраживање теорије финансијске економије, Роберт Лукас (*енг.* Robert E. Lucas Jr.) 1995. године за развој и примену хипотезе о рационалним очекивањима у макроекономским анализама и допринос бољем разумевању економске политике, Роберт Мертон (*енг.* Robert C. Merton) и Мирон Шоулс (*енг.* Myron S. Scholes) 1997. године за нови метод одређивања цена деривата. Извор: [http://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economic-sciences/](http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/).

националној привреди већа у односу на стопу штедње, јасно је да се за подстицање инвестиција користи капитал из иностранства, односно, да се увози вишак штедње из иностранства кроз позајмице на страном тржишту.

Према Емилиос Авгуеласу (2012: 24) финансијски систем има најкритичнију улогу у развоју савремених привреда, при чему је неопходно да буде обезбеђен квалитет перформанси његових функција:

1. пружање претходних информација о потенцијалним инвестицијама;
2. праћење инвестиција и имплементација корпоративног управљања;
3. управљање ризиком, укључујући и ризик диверсификације процесом трговања;
4. мобилизација и удруживање штедње, што пружа шири приступ финансијама;
5. омогућује економску размену (трансакције).

Иако савремени финансијски системи обезбеђују ове критичне функције, велика је разлика у начину и ефикасности обављања истих. Развијеност финансијског система појединих националних економија је на различитом нивоу, што утиче на различит темпо економског раста. Развијени финансијски системи су они који обезбеђују несметан приступ финансијама и у складу су са потребама економских учесника, што захтева стабилан правни систем са развијеним власничким правима (посебно правима акционара и кредитора) уз посебан акценат на ефикасно спровођење правних одредби у пракси. Развој националних финансијских институција и тржишта, условљен је културним, етичким, правним, политичким и географским разликама између земаља. У периоду након 2003. године велики број истраживачких радова бавио се темама које су проучавале међузависност економског развоја и појединих компоненти финансијског система, као узрочних фактора (Levine 2005; Rousseau, Wachtel 2000; Lucas 1997: 688–726; King, Levine 1993; Pagano 1993). Специфичност финансијских система земаља ЦЕ5 (Чешка Република Мађарска, Пољска, Словачка и Словенија) и Србије, у односу на развијене тржишне системе, је доминација банака, у односу на остале финансијске посреднике (инвестициони фондови, пензиони фондови, осигуравајућа друштва, финансијски лизинг). Емпиријска истраживања о развијености финансијског система у земљама у транзицији, и утицају на економски раст, релативно су новијег датума и најчешће су праћена недостатком адекватних података и недовољно дугим временским серијама, за адекватно постављање хипотеза. Истраживање ове области развоја земаља у транзицији и даље је предмет интересовања бројних студија, у покушају проналаска одговора на механизме путем којих развој финансијског система у условима транзиције, утиче на квалитет макроекономских перформанси привреде.

## 1. Теоријски постулати о финансијском систему као акцелератору привредног раста

У великом броју економских истраживања потврђена је теза да ниво финансијског развоја (развијена финансијска тржишта и ефикасне финансијске институције на националном нивоу) подржава привредни раст и развој, с обзиром да олакшава приступ изворима финансирања. Овакав приказ међузависности финансијског развоја и привредног раста познат је под називом „приступ понуде“ (*енг. supply leading approach*).<sup>11</sup> Према овом приступу ефикасна финансијска тржишта повећавају понуду финансијских услуга, у периоду пре појаве и раста тражње реалног сектора за финансијским услугама, што утиче на привредни раст. Осим овог приступа, у економској теорији је развијен и „приступ тражње“ (*енг. demand-following approach*)<sup>12</sup> према којем је развој финансијских тржишта последица растуће тражње реалног сектора за финансијским услугама. У економској теорији је развијен и трећи приступ који је, заправо, комбинација претходна два приступа, а указује на међузависност развоја финансијског и реалног сектора привреде. Трећи приступ повлачи паралелу између значаја развијености финансијског и реалног сектора и заступа становиште о двосмерној узрочној вези реалног и финансијског сектора земље, као важном фактору привредног раста и развоја.<sup>13</sup>

Проучавање везе између развијености финансијског система и економског раста везује се још за истраживања чувеног аустријског економисте Јозефа Шумпетера (пр. 2013),<sup>14</sup> који је 1912. године указао да банке обезбеђују финансијско посредовање и промовишу економски раст, селекцијом и улагањем у оне предузетничке делатности

---

<sup>11</sup> Према приступу понуде креирање финансијских услуга и развој финансијског сектора претходе потребама реалне привреде и представљају важан предуслов привредног раста.

<sup>12</sup> Према приступу тражње, полази се од достигнутог развоја реалног сектора привреде и истиче да се финансијске услуге материјализују према захтевима реалног сектора. Финансијске услуге су пасивни учесник у процесу економског развоја и настају услед потребе реалног сектора за финансијама. Упоредо са процесом привредног раста, подстицаји финансијског сектора реалном сектору, према приступу понуде постају мање важан фактор раста. Тада приступ тражње постаје доминантнији (Patrick, 1966:174–189).

<sup>13</sup> У истраживању спроведеном 1999. године, проучавана је узрочна веза између финансијског сектора и привредног раста три земље у развоју (Саудијска Арабија, Турска и УАЕ). Анализирани су подаци за период 1964–1993. године. Све три земље су ангажовале значајне ресурсе у циљу побољшања квалитета финансијских услуга, у складу са приступом да је финансијски развој предуслов за реализацију дугорочног привредног раста и развоја (Darrat 1999).

<sup>14</sup> Јозеф Шумпетер (*нем. Joseph Alois Schumpeter*) је живео у периоду 1883–1950. године. Проучавао је развој економских циклуса, теорију предузетништва, конкуренције и економског развоја. Посебно је анализирао улогу предузетника у економском систему, указујући на значај предузетничке иновације, као и целокупног ланца процеса примене иновативних предузетничких решења у друштву (од увођења начина производње, преко организације пословања, до понуде нових производа на тржишту).

којима недостају извори финансирања у продуктивне и иновативне пројекте. Посебно наглашавајући улогу предузетничких активности у једном друштву, он указује на значај који ефикасан систем финансирања предузетничких активности има, с обзиром на њихов допринос привредном развоју земље.

Теоријски развој прати модел ендогених теорија раста,<sup>15</sup> према којима трајне промене у одређеним варијаблама економске политике утичу на дугорочне стопе економског раста. Развој теорија ендогеног раста, био је заснован на формулацији три групе објашњавајућих фактора раста: екстерналије, технолошке промене и константни приноси на широко дефинисани капитал, који генерише привредни раст. Већи број економских модела заснованих на екстерналијама, резултирао је ставовима да економије које више инвестирају остварују бржи раст у дугом року, наглашавајући значај улагања у радну снагу и „учење кроз рад,“ технолошки напредак и ефекте преливања позитивних екстерналија од инвестиција у свим секторима производње. Посебна група истраживачких радова указује на важну улогу истраживања и развоја, као и иновација у привредном расту сваке земље. Трећа група модела ендогеног раста, привредни раст посматра као функцију акумулације широко дефинисаног појма капитала, који обухвата физички капитал и радну снагу.

Једно од првих значајнијих истраживања везе између финансијског и економског развоја објавио је Голдсмит (1969) у раду „Финансијска структура и развој.“ Он је приказао како структура финансијског система (дефинисана као скуп финансијских инструмената, тржишта и посредника) у једној привреди утиче на економски раст и указао на утицај целокупног финансијског развоја (број и квалитет финансијских инструмената, тржишта и посредника) на економски раст. Голдсмит је настојао да одреди да ли структура финансијског система утиче на темпо привредног раста. Иако није у потпуности пружио одговоре на постављене хипотезе, сматра се да је његово истраживање покренуло проучавања ове области која су уследила. На значај ефикасних финансијских система за економски раст су указали МекКинон (1973) и Шоу (1973), фокусирајући се на улогу домаћег тржишта капитала као фактора

---

<sup>15</sup> Развој модела ендогеног раста везује се за америчког економисту Роберта Солоуа (*енг.* Robert Merton Solow) и неокласичан модел раста који је формулисан 1956. године. Према Солоуу капитал, технологија и рад су три предуслова дугорочног економског раста. Међутим, техничка ограничења уз деловање закона опадајућих приноса у моделу, онемогућавали су објашњење акумулације физичког капитала, као фактора дугорочног економског раста. Због тога је технолошки развој остао егзогени чинилац у теорији, те су нова теоријска истраживања од осамдесетих година двадесетог века била усмерена ка покушају да се објасни да је дугорочни економски раст фактор ендогених варијабли економског система, од којих је технолошки напредак посебно важан чинилац раста.

економских перформанси, односно, указујући на појам финансијске дубине који подразумева акумулацију финансијске активе бржим темпом у односу на нефинансијско богатство и вредност производње добара и услуга<sup>16</sup> унутар националне економије.

Према концепту финансијског система разликују се две основне методе финансирања инвестиционих активности (односно, усмеравања капитала од субјеката који поседују вишкове средстава, нето штедњу, ка субјектима који су нето зајмопримци), а то су директно финансирање и индиректно финансирање. Директно финансирање се спроводи путем финансијских тржишта, док се индиректно реализује путем финансијских посредника. Осим ових метода и самофинансирање се може сматрати трећим начином финансирања инвестиционих активности, у случајевима када економски субјекти користе сопствена средства за реализацију планираних инвестиционих пројеката. Ова подела начина финансирања представља основу за класификацију на два основна модела финансијских система:

- тржишно оријентисани модели (чије је функционисање засновано на претежној доминацији финансијских тржишта) у оквиру којих се реализује директно финансирање инвестиционих активности. Познати су и као англосаксонски, англоамерички или аустајдерски модел;<sup>17</sup> и
- банкарски оријентисани модели (чије је функционисање засновано на доминацији банака) у оквиру којих се финансирање реализује путем финансијских посредника. Познати су као континентални или инсајдерски систем.<sup>18</sup>

Оба модела финансијског система поседују одређене компаративне предности. Литература у којој су проучаване предности и недостаци оба система, водила је дугој дебати без аргумената у емпиријским истраживањима који би јасно издвојили било који модел као ефикаснији. Стога није оправдано издвајати један систем као супериорнији у односу на други, при чему у пракси најчешће коегзистирају оба, с различитим учешћем у структури финансијског система. Бројна истраживања су допринела бољем изучавању предности и слабости оба система у различитим фазама

---

<sup>16</sup> *Енг.* Output. Према Вујаклији (1996–1997: 91) реч аутпут, у економском смислу, означава излаз, или крајњи продукт, а представља дејство елемената једног система на остале елементе система или на окружење.

<sup>17</sup> Типични представници тржишно оријентисаних финансијских система су Сједињене Америчке Државе и Велика Британија.

<sup>18</sup> Типични представници континенталног финансијског система су Немачка и Јапан.

економског циклуса и тржишних кретања. На пример, тржишно оријентисани модел финансирања је показао предности при финансирању пословања у одређеним индустријским гранама, зависно од фазе развоја пословања, посебно у индустријама које бележе континуирани технолошки напредак и за које не постоји јединствен став о најбољем начину управљања пословањем. За пословање у другим индустријским гранама ефикасније је финансирање у банкарски оријентисаном моделу, посебно у индустријама у којима постоји јака информациона асиметрија. Финансирање инвестиционих активности деловањем финансијских посредника је ефикасно решење за проблем негативне селекције и моралног хазарда који постоје између зајмодавца и зајмопримца. У банкама постоји развијена експертиза за процену квалитета зајмопримаца. Стога привреде у којима су развијена оба система на најефикаснији начин могу искористити предности комбинације оба начина финансирања. Поред тога, у ситуацијама када настане криза у функционисању једног система, други наставља да ефикасно обавља функцију финансирања.

Током деведесетих година XX века постављен је велики број модела привредног раста, у којима су променљиве поједини елементи финансијског система који заправо детерминишу ниво привредних активности, односно, ниво привредног раста у националним привредама. Најпознатије истраживање у овој области спровели су економисти Кинг и Левин, (1993) формулацијом и постављањем познатог Кинг–Левиновог модела ендеогеног раста, у којем су испитиване квантитативне релације између финансирања предузетничких активности и привредног раста. Посебно је наглашена улога финансијског система од чије процене конкретних предузетничких активности, и одлуке да ли ће одобрити средства за финансирање иновационих пројеката, зависи привредни раст на нивоу националне привреде. Притом се указује на значај диверсификације ризика при улагању у овакве пројекте, али и очекивани профит од улагања у иновације у односу на улагање у производњу постојећих производа. Већи су изгледи да ће ефикаснији финансијски системи подржати реализацију успешних иновативних пројеката, што ће деловати на бржи економски раст. Насупрот овом, неефикасни финансијски системи креирају спорији привредни раст, мањим улагањем у иновационе пројекте и нижом стопом инвестирања. Ово истраживање је показало да су финансијски системи значајни за повећање продуктивности производње и економски развој једне земље.



Од посебног значаја су два рада објављена у Европској економској ревији, 1993. године.<sup>19</sup> Италијански научник Пагано (1993), са Универзитета у Милану, је креирао модел који је квантификовао позитиван утицај развијеног финансијског тржишта на привредни раст. У овом истраживању је представљен покушај да се на бази једноставне верзије ендемог модела привредног раста „АК модела“<sup>20</sup> разраде ефекти развоја финансијског тржишта на равнотежну стопу привредног раста. Аутор истиче да финансијско посредовање може утицати на економски раст, посредством стопе штедње, преко канала којима штедња утиче на ниво инвестиција или на маргиналну продуктивност инвестиција у једном друштву. Финансијски развој обично позитивно утиче на привредни раст, осим у случајевима када се смањује стопа штедње сектора домаћинства и расте подела ризика. Такође, истиче да је појам „финансијски развој“ превише уопштен термин, и да се за конкретну процену утицаја мора посебно навести на које се финансијско тржиште односи истраживање. Аутор је указао да је нејасно у ком правцу се развијају поједина финансијска тржишта и да се мало зна о механизму којим развој различитих тржишта утиче на економски раст.

Априла 1993. године аутори Атје и Јовановић (1993: 632–640) су поставили сличан модел који представља разраду теоријских импликација до којих је дошао Пагано. Креатори овог модела потврђују чињеницу да развој финансијских тржишта и финансијских посредника омогућава бољу диверсификацију ризика, те се у складу са тим, значајан део финансијских средстава усмерава ка високоризичним и профитабилним пројектима. Важна претпоставка од које се пошло у овом истраживању је чињеница да финансијска тржишта пружају више информација о инвестиционим пројектима, што је неопходан предуслов ефикасног улагања финансијских средстава у профитабилне пројекте. Наглашавају да постоје два разлога због којих је стопа приноса на инвестиције већа у финансијски развијенијим системима. Прво, финансијски систем обезбеђује инвеститоре од идиосинкратског ризика<sup>21</sup> те, иако су продуктивније инвестиције уједно и ризичније, подстиче инвеститоре да пребаце своја портфолија и у високо приносне инвестиције. Друго, у финансијски развијеним системима постоји много више информација о инвестиционим пројектима, што омогућава инвеститорима

---

<sup>19</sup> Енг. European Economic Review. Линк: <http://econpapers.repec.org/article/eeeeecrev/default37.htm>.

<sup>20</sup> Један од модела ендемог раста је АК модел, према ком раст представља последицу акумулације капитала (капитал дефинисан у најширем смислу и обухвата физички и људски капитал).

<sup>21</sup> Према дефиницији Клајна (2006: 485) идиосинкратски или идиосинкратички ризик (специфични или несистематски ризик) је ризик који погађа појединца. У изворном значењу (грч. *idiosynkratikós*) указује да је неко особен, лични, својеврстан.

да своја средства ефикасније уложе. Истраживање је потврдило велики утицај, који берзе имају на економски развој, али не и утицај банкарских позајмица.

Ови модели привредног раста, који указују на значај финансијског тржишта за финансирање привредног раста, представљали су подстрек за даља истраживања и емпиријске анализе, која су ишла у правцу потврде њихових хипотеза, али и доказивања да у неким околностима не постоји корелација елемената финансијског тржишта и привредног раста.

Истраживање међузависности дугорочног привредног раста и финансијске структуре на примеру пет индустријски развијених земаља<sup>22</sup> спровели су аутори Рисуу и Вејчел (1998), на основу расположивих емпиријских података за период од 1870. године до 1929. године. Током педест девет година трајао је развој функционално организованог тржишта и спроведена ефикасна индустријализација ових земаља, што је резултирало високим стопама привредног раста,<sup>23</sup> али и порастом активе банкарских и небанкарских финансијских институција (мерено учешћем активе у финалној производњи ових земаља) што је представљено индикатором „финансијска дубина“ (Shaw 1973). Овај индикатор указује на значај финансијских посредника у финансирању привредних активности у реалном сектору. У посматраној групи земаља<sup>24</sup> учешће финансијских посредника се утростручило у САД и Норвешкој, удвостручило у Великој Британији и Шведској, и повећано за 1,5 пута у Канади. У периоду обухваћеном анализом је значајно повећан и број корпоративних акција и обвезница у укупној финансијској активи, што указује на чињеницу да се постепено прелазило са самофинансирања инвестиционих пројеката на финансирање путем финансијског тржишта. Аутори су, на основу доступних података, тестирали смер узрочне везе између интензитета финансијског посредовања и макроекономских

---

<sup>22</sup> Истраживање обухвата земље: САД, Велика Британија, Канада, Норвешка и Шведска.

<sup>23</sup> Према истраживању Рисуу и Вејчел (1998: 659) привредни раст исказан мерењем учешћа сектора пољопривреде и индустријске производње у БДП–у. Запажен је пораст учешћа индустријске производње у БДП–у. Учешће пољопривредне производње у БДП–у САД је смањено са 14% на 8%, док је у Великој Британији смањено са 13% на 4%, у Канади са 39% на 8%, Норвешкој са 33% на 17% и у Шведској са 37% на 14%.

Према подацима УН, у периоду 1970–2013. године, посматрањем структуре БДП–а према учешћу пољопривреде, индустрије и услуга, запажа се доминантно учешће сектора услуга, уз значајан раст током овог периода. Учешће пољопривредне производње у БДП–у САД 2013. године износило је 1,4%, индустрије 20,2% и услуга 78,4%; у Великој Британији, респективно 0,65%, 20,2% и 79,2%, у Канади 1,64%, 27,9% и 70,4%; у Норвешкој 1,6%, 39,8% и 58,6% и у Шведској 1,4%, 25,8% и 72,7%. Линк: <http://unctadstat.unctad.org>.

<sup>24</sup> Вредност овог показатеља у САД је порасла са 33,3% 1880. године на 98,1% у 1929. години, а такође и у Великој Британији (са 69,3% на 110,9%), Канади (са 57,2% на 84,3%), Норвешкој (са 52,8% на 161,1%) и Шведској (са 76,1% на 121,5%), респективно.

перформанси земаља.<sup>25</sup> Значај овог истраживања огледа се у чињеници што је представљало подршку тврдњи да брзи раст финансијског система може имати кључну улогу у ефикаснијој алокацији финансијских ресурса и побољшању макроекономских перформанси земље.

Пораст промета хартија од вредности (ХоВ) у земљама с развијеним финансијским тржиштем, али и на тржиштима у развоју, источноазијска економска криза и њени ефекти, мотивисали су исте ауторе да 2000. године, на већем узорку али за краћи период од петнаест година, од 1980. године до 1995. године, испитају динамичност корелације између тржишта хартија од вредности и привредног раста (Rousseau, Wachtel 2000). Истраживањем је обухваћено 47 земаља<sup>26</sup> у покушају проналаска одговора на питање да ли је истинита тврдња да развијенија и ликвиднија тржишта хартија од вредности имају значајан утицај на квалитет макроекономских перформанси земаља. Аутори су, осим финансијских показатеља, од којих је најзначајнији учешће просечног промета хартија од вредности у БДП–у, користили и показатеље о нивоу образовања и политичкој стабилности за сваку појединачну земљу. Примена векторске ауторегресије је резултирала закључком да је просечно учешће промета хартијама од вредности у БДП–у, у земљама обухваћеним анализом, у периоду од петнаест година, износило 17,5%. Истраживање је показало и да би повећање вредности овог индикатора за 10 процентних поена резултирало повећањем реалног БДП–а по становнику за више од 0,5 процентних поена у просеку по земљи (Rousseau, Wachtel 2000: 1984). Закључак овог истраживања је да се, захваљујући тржишту акција, могу унапредити макроекономске перформансе анализираних земаља, не само порастом традиционалних финансијско посредничких активности, већ и повећањем промета на организованим тржиштима акција, што утиче на ниво вредности агрегатне производње у овим земљама.

Кинг и Левин (1993: 513–542) су објавили и већи број анализа студија случаја, у циљу емпиријске подршке теоријским ставовима формулисаним 1993. године. Истраживање које су 1993. године спровели на узорку од 80 земаља у периоду 1960–1989. године, резултирало је закључком да доступни емпиријски подаци подржавају

---

<sup>25</sup> За ово истраживање је коришћена векторска ауторегресија.

<sup>26</sup> Обухваћене су следеће земље: Аргентина, Аустралија, Аустрија, Белгија, Бразил, Канада, Чиле, Колумбија, Обала Слоноваче, Данска, Финска, Француска, Грчка, Индија, Индонезија, Израел, Италија, Јамајка, Јапан, Јордан, Кенија, Кореја, Малезија, Маурицијус, Мексико, Мароко, Холандија, Нови Зеланд, Нигерија, Норвешка, Пакистан, Перу, Филипини, Португалија, Сингапур, Јужна Африка, Шпанија, Шри Ланка, Шведска, Швајцарска, Тајланд, Тринидад/Тобаго, Турска, Велика Британија, САД, Венецуела и Зимбабве.

теоријске ставове. Резултати економетријске анализе су указали да је ниво пружених финансијских услуга у националним оквирима у статистички значајној вези с привредним растом и кретањем нивоа продуктивности у овим земљама. Постигнути степен финансијског развоја је важан показатељ будућег привредног раста и кретања нивоа продуктивности у наредном периоду. Спроведене студије случаја су потврдиле да се оцена финансијског развоја на нивоу националне привреде, може користити за креирање економске политике у конципирању евентуалних реформи финансијског система. Резултати су, такође, показали да примењене мере макроекономске политике у великој мери условљавају стопу привредног раста. Потврђен је и утицај постигнутог нивоа финансијског развоја на успешност примене осталих нефинансијских мера економске политике. Ово истраживање је показало да усклађеност финансијских и нефинансијских мера економске политике представља предуслов за виши ниво развијености финансијског тржишта, и реализацију већих стопа привредног раста (King, Levine 1993: 528).

Левин и Зеврос (1996) су спровели додатно емпиријско истраживање које је обухватило 41 земљу и периоду од 1976. године до 1993. године, у покушају да се новим сетом података потврди теза о условљености привредног раста нивоом развијености финансијског тржишта. Достигнути степен развијености финансијског тржишта представљен је параметрима величине, ликвидности и подацима о нивоу интегрисаности у међународно финансијско тржиште. Контролне варијабле, којима је одређен дугорочни ефекат на привредни раст, биле су ниво политичке стабилности, ниво инвестиција у радну снагу и општи макроекономски услови у земљама обухваћеним анализом. И резултати овог истраживања су потврдили да је развој финансијских тржишта у статистички значајној вези са реализованим стопама привредног раста. Ова веза је статистички значајнија уколико је већи иницијални ниво политичке стабилности и инвестиција у људски капитал и уколико је иницијални ниво макроекономских перформанси на вишем нивоу (Levine, Zevros 1996: 335).

Развијена финансијска тржишта и институције омогућавају ефикасније финансирање привреде, обезбеђујући остварење већих стопа привредног раста и развоја, што је у складу са приступом понуде.<sup>27</sup> Истраживање које је спровео економиста са Универзитета у Луизијани, Дерет (1999: 19–35), с циљем проучавања узрочне везе између финансијског сектора и привредног раста у три земље у развоју

---

<sup>27</sup> Ефикасна финансијска тржишта обезбеђују квалитетну понуду финансијских услуга у периоду пре него што тражња реалног сектора за финансијским услугама порасте.

(УАЕ, Турска и Саудијска Арабија) обухвата период 1964–1993. године. Одабране земље су забележиле значајан привредни раст у наведеном периоду и добар су пример за изучавање везе између развоја финансијског тржишта и привредног раста.<sup>28</sup> Ангажовањем значајних ресурса у циљу побољшања квалитета и квантитета финансијских услуга, који обезбеђују финансијска тржишта, потврђује се став да је финансијски развој предуслов реализације дугорочног привредног раста и развоја. Резултати су потврдили аргумент приступа понуде (*енг. supply approach*), али јачина и јасноћа доказа варирају од земље до земље.<sup>29</sup>

---

<sup>28</sup> „Пре пада цене нафте почетком осамдесетих година XX века, Саудијска Арабија и УАЕ су бележиле високе годишње стопе привредног раста од 11% и 13%, респективно. Након пада цене нафте, у периоду 1981–1988. године, обе земље су оствариле негативне годишње стопе привредног раста од -0,6% и -3,8%. Привредни раст је поново забележен током деведесетих година, када су годишње стопе раста биле 5,0% и 6,5%, респективно. Турска је, током шездесетих година XX века, остварила значајан привредни раст, од 11% на годишњем нивоу, док су током деведесетих остварене релативно ниске стопе привредног раста од око 3% на годишњем нивоу у периоду 1990–1993. године” (Darrat 1999: 23)

<sup>29</sup> Пример који потврђује специфичности националних привреда је Турска где је, у кратком и дугом року посматрано, унапређење квалитета финансијских услуга било основа финансирања привредног раста, у иницијалној фази и током развојног процеса. Међутим, за УАЕ и Саудијску Арабију докази немају исту јачину. Пример УАЕ представља подршку приступу понуде на кратак рок, док анализа на дуги рок подржава примену приступа тражње. Експанзија финансијског сектора у УАЕ је водила, у кратком року, повећању стопе привредног раста, док су ефекти били слабији на дужи рок. Наиме, на дуги рок, уз убрзани привредни раст, ефикасност и квалитет финансијског сектора постепено су унапређени (што је потврда трећег приступа о коегзистентности обе хипотезе). Пример Саудијске Арабије указује да, у кратком року, није постојала корелација између финансијског развоја и привредног раста, док је међузависност потврђена у дугом року (развој финансијског тржишта је постепено подстицао привредни раст, који је деловао на развој финансијског тржишта). Ипак за све три земље је карактеристично да су веће стопе привредног раста, подржане развијеним финансијским тржиштима, биле уочене тек на дуги рок. Ово указује на могуће ризике да креатори економских политика у земљама не препознају узрочну везу. Ова истраживања су представљала основу за наставак сличних испитивања међузависности развоја финансијског тржишта и привреде, и представљају основ за слична истраживања као и дезагрегиране поједине секторе и области делатности привреде, чиме би се конкретније показало које су тачно привредне гране условљене развојем финансијских тржишта и институција.

## 2. Развојна функција елемената финансијског система у економској теорији

Финансијски систем посебно значајну улогу има у реалокацији капитала и представља основну полугу континуираног реструктурирања привреде, које је неопходно за привредни раст и развој. У земљама с развијенијим финансијским системом веће је учешће инвестиција алоцираних ка релативно брзорастућим секторима привреде (Duisenberg 2001).<sup>30</sup> Овим се, у највећој мери, подржава унапређење конкурентности на националном и међународном нивоу. Развојна улога финансијског система у процесу привредног раста и развоја препозната је у бројним теоријским и емпиријским истраживањима на глобалном нивоу, иако је за то требало проћи доста времена. Унапређење функционисања финансијског система може водити бржем привредном расту, уједно смањујући могућност настанка кризе. Основна функција финансијског система је обезбеђење ефикасне алокације средстава у времену и простору, као и у условима неизвесног окружења. Осим ових, основних функција, финансијски систем треба да обезбеди могућност размене вредности, трансфер средстава између субјеката који штеде и оних који позајмљују средства, трансфер ризика, али уз одржавање ликвидности свих тржишних учесника. И у транзиционом окружењу изградња стабилног финансијског система представља основу бржег транзиционог напретка земаља. Стога је неопходно најпре успоставити јасан регулаторни оквир и ефикасну финансијску супервизију, уз отклањање наслеђених правних и регулаторних нелогичности, које ометају развој финансијског система. С обзиром да је основни предуслов за развој финансијских тржишта макроекономска стабилност, јасно је да регулаторни напори морају бити усмерени на стварање услова за успостављање макроекономске равнотеже у транзиционој привреди, али уз посебну улогу ефикасне супервизије на нивоу земље.

Према дефиницији Европске централне банке (ЕЦБ),<sup>31</sup> финансијска стабилност представља услов под којим финансијски систем (посредници, тржишта и тржишна инфраструктура) може поднети шокове без већих прекида у финансијском посредовању и ефикасној алокацији штедње ка продуктивним инвестицијама. У најширем смислу посматрано, финансијски систем чине:

---

<sup>30</sup> Пример су индустријске револуције током које је финансијски систем у Енглеској ефикасно извршио алокативну функцију инвестирајући у профитабилније инвестиционе подухвате у односу на остале земље, захваљујући чему је Енглеска остварила компаративно већи економски успех.

<sup>31</sup> European Central Bank. Линк: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.en.html>.

- финансијски посредници (банке, осигуравајуће компаније, пензиони фондови и други институционални инвеститори који усмеравају средства субјеката који имају финансијске вишкове ка онима којима су средства потребна и желе да позајме туђе вишкове за финансирање инвестиционих пројеката);
- финансијска тржишта, на којима се повезују зајмодавци и зајмопримци (тржишта новца и капитала); и
- тржишна инфраструктура, путем које се трансферише новац између купаца и продаваца (примери су платни системи и системи поравнања).

Стабилност финансијског система је неопходан предуслов ефикасног обављања свих основних функција које обезбеђују бржи економски развој. Сматра се да је један финансијски систем стабилан, када су испуњене три кључне карактеристике које указују на његову ефикасност (НБС):

1. финансијски систем би требало да ефикасно и без потешкоћа обезбеђује трансфер ресурса од штедиша ка инвеститорима;
2. финансијски ризици треба да буду разумно процењени и вредновани како би се њима релативно добро управљало;
3. стање финансијског система треба да обезбеди простор за апсорпцију финансијских и реалних економских изненађења и шокова.

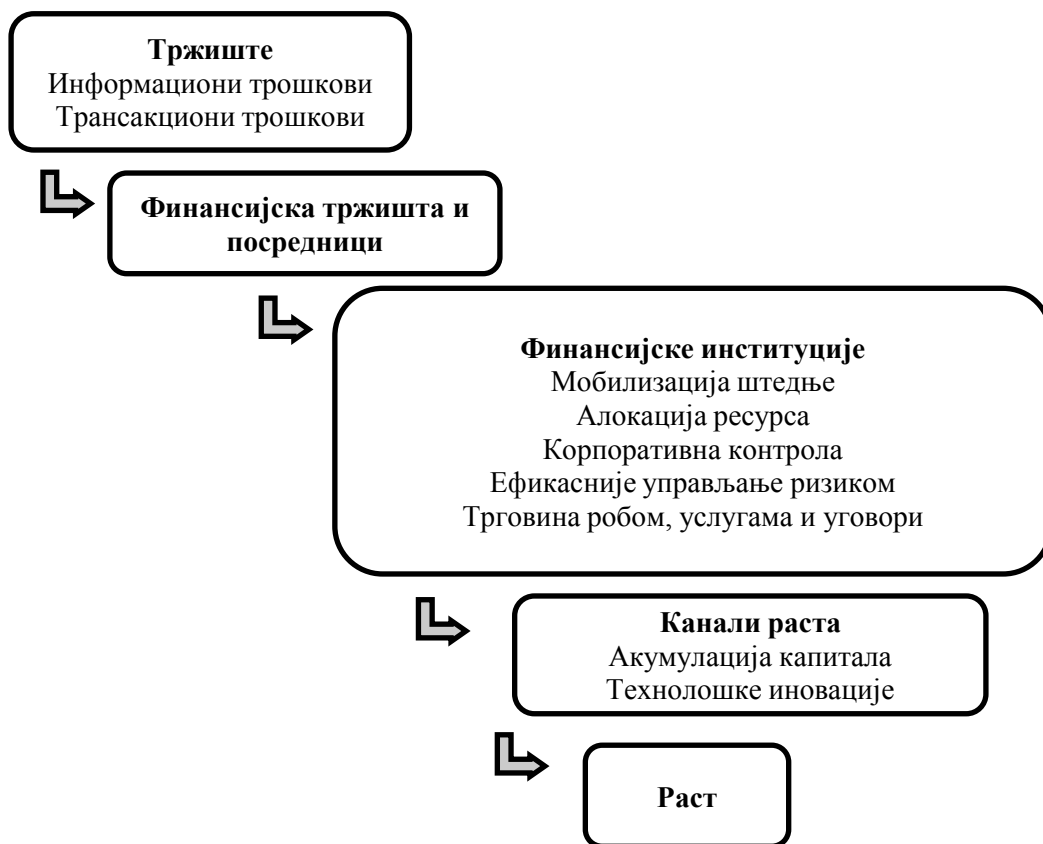
Уколико било која од ових карактеристика није својствена финансијском систему, он се креће у правцу мање стабилности и могуће нестабилности. Очување финансијске стабилности захтева идентификацију кључних ризика и фактора рањивости, како би се избегла опасност неефикасне алокације капитала или лошег управљања ризицима.

Према америчком аутору Левину (1997: 688–726), основна функција финансијског система се може поделити у пет примарних функција путем којих финансијски систем:

- олакшава трговину, хединг, диверсификацију и смањује ризик,
- алоцира ресурсе,
- обезбеђује надзор менаџера и спровођење корпоративне контроле,
- мобилише штедњу и

- олакшава размену производа и услуга.<sup>32</sup>

Свака од ових функција утиче на доношење одлука о штедњи и инвестицијама, а посредно и на економски раст. Међутим, специфичности сваког тржишта, које се огледају у законима, посебној регулативи и политикама које карактеришу националне економије, а које се мењају у држави током времена, стварају нову димензију и имају различит утицај на алокацију ресурса, при чему зависе од осталих карактеристика једне привреде. Наредни приказ представља теоријски приступ развоју финансија и њиховог утицаја на привредни раст.



**Графикон 1.1**  
**Теоријски приступ финансијама и расту**

Извор: Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV, 691.

<sup>32</sup> Према Левину (1997), економски раст се одвија управо захваљујући овим каналима. Размена роба и услуга је олакшана кроз ефикаснији систем плаћања, ефикаснија алокација ресурса је обезбеђена мобилизацијом и прикупљањем штедње од великог броја инвеститора. Значајну улогу у целом процесу има прикупљање и обрада информација о привредним субјектима и расположивим инвестиционим пројектима, што обезбеђује улагање вишка средстава у најпродуктивније пројекте, при чему посебно важну улогу има мониторинг инвестиција и ефикасно корпоративно управљање. Економском расту доприносе и диверсификација пословања, повећана ликвидност и смањење интертемполарног ризика.



Неопходно је нагласити да се резултати одређених истраживачких радова разликују од претходно наведених, уз одбацивање хипотезе о постојању везе између финансијског система и привредног раста. Истраживања се разликују зависно од периода који је обухваћен анализом. Неки економисти су дошли до закључка да веза између финансија и привредног раста није у великој мери значајна. Тако је Роберт Лукас (1988: 3–42) указао да економисти погрешно пренаглашавају улогу финансија као фактора економског раста. Пре њега је, Џоун Робинсон (1954: 81–106) изнела гледиште да економски развијен систем креира тражњу за посебним врстама финансијских споразума, на које финансијски систем аутоматски одговара, сходно потребама реалне привреде за финансијама истичући да „тамо где привредни систем води, финансије следе.“

Ипак, највећи број истраживања је показао да ефикасно финансијско посредовање помаже у значајној мери да се унапреди процес ефикасне алокације капитала и води расту бруто домаћег производа, повећањем продуктивности свих фактора производње. Бројна истраживања су резултирала закључцима да постоји јака позитивна веза између развијености финансијског система и економског раста, као и да се ниво финансијског развоја може сматрати адекватним параметром за оцену будућег економског развоја. Међутим, једнозначна веза и међузависност не постоје, и истраживања су моделирана уз ограничења која подразумевају емпиријска истраживања, што је потврдило и присуство глобалне економске кризе, које је отворило нова питања о стварном утицају и последицама функционисања финансијског система по цео друштвено економски систем. Глобална економска криза је резултирала поновним преиспитивањем улоге финансијског система, као и сагледавањем међузависности привредног развоја и финансијског система са других аспеката. Посебно значајна област истраживања постаје преиспитивање улоге регулатора и супервизора система, чија је недовољна ефикасност у функционисању резултирала озбиљном претњом по одрживост глобалног финансијског система.

На развојну функцију елемената финансијског система у економској теорији указао је Шумпетер (1934), још 1934. године, истичући да је банкарски сектор важан замајак економског раста јер реализује улагања у продуктивне инвестиције. Један од најзначајнијих почетних радова, који су истраживали везу између економског раста и агрегатне мере ефикасности функционисања финансијског система, је истраживање Голдсмита (1969). Голдсмит је ниво финансијске развијености исказао као вредност имовине финансијских посредника према бруто националном производу, уз

претпоставку да је величина финансијског система позитивно корелисана с квалитетом финансијских услуга. С обзиром на бројне слабости овог истраживања, наредна проучавања ове области су била усмерена на превазилажење недостатака. Аутори, који су касније истраживали ову област, ниво финансијске развијености су исказивали преко четири мере, с циљем прецизнијег дефинисања функција финансијског система. Претпоставка, на основу које су ови параметри формулисани, је да су финансијски системи, који у већем проценту алоцирају кредите приватним фирмама, посебно тржишно ангажовани у тражењу и селекцији квалитетних пословних субјеката. Поред тога, финансијски системи обезбеђују спровођење корпоративне контроле, услуге управљања ризиком, мобилизацију штедне и смањење трошкова трансакција, у односу на финансијске системе који једноставно усмеравају кредите јавном сектору и предузећима у државном власништву. Према истраживању које су 1993. године спровели Кинг и Левин (1993: 513–542), ови параметри су:

- дубина финансијског тржишта (*енг.* DEPTH), која представља релативну величину финансијског сектора у једној привреди. Исказује се као рацио ликвидне имовине финансијског система у односу на БДП. Истраживање је показало да становништво најбогатијих земаља поседује око две трећине годишњег дохотка у ликвидној имовини, док у најсиромашнијим земљама, само једну четвртину. Постоји јака корелација између реалног БДП–а по становнику и мере дубина финансијског тржишта. С обзиром да овај индикатор не одражава адекватно понуду финансијских услуга, наредни индикатор је постављен с циљем указивања на оне финансијске посреднике који пружају финансијске услуге према теорији;
- банкарски сектор (*енг.* BANK) је друга мера финансијске развијености, која представља рацио банкарских кредита у односу домаћу активу централне банке. Већа вредност овог индикатора указује на већу понуду финансијских услуга и већи ниво финансијске развијености;
- приватни сектор (*енг.* PRIVATE) представља рацио кредита алоцираних приватним предузећима према укупним домаћим кредитима (одобреним централним и локалним нивоима власти и јавним и приватним предузећима). Већа вредност овог параметра указује на редистрибуцију кредита од јавних предузећа и владе ка приватним компанијама;

- и последњи параметар (*енг.* PRIV|Y) је четврта мера која представља учешће кредита одобрених приватним предузећима у односу на БДП. Већа вредност овог показатеља указује да је већа вредност кредита одобрена приватним компанијама. Дакле, уколико је јача интеракција финансијских институција са приватним сектором (у односу на јавни сектор), веће вредности последња два показатеља указују на виши ниво финансијског развоја.

Сва четири индикатора представљају помоћно средство у оцени степена финансијске развијености привреде.

На наредном графикону је представљена матрица параметара оцене карактеристика једног финансијског система, којом се исказују четири најважније карактеристике: финансијска дубина, финансијска стабилност, финансијска ефикасност и приступачност финансијског система свим субјектима једног друштвено економског система. Матрица представља мултидимензионалност финансијског система. Параметри се оцењују на нивоу надлежности финансијских институција и финансијских тржишта, и пружају увид у палету рација којима се могу исказивати и мерити карактеристике финансијског система једне земље. Левин и Кунт (2013) су ову матрицу поставили у тежњи да прикажу све кључне карактеристике финансијског система земаља и директне показатеље ефикасности финансијских институција и тржишта. Циљ је био да се покаже на који начин финансијски систем обезбеђује адекватне информације о инвестицијама и капиталу, да се сагледа како финансијски систем прати инвестиције и обезбеђује ефикасно корпоративно управљање након улагања капитала. Такође се прати у којој мери се обезбеђује ефикасно управљање ризиком, мобилише штедња и пружа подршка размени робе и услуга.

Наредна табела представља свеобухватну листу параметара коришћених у економској литератури која се бавила овом тематиком, а који представљају битне одреднице финансијског система.

**Табела 1.1 Матрица (4\*2) карактеристика финансијског система**

	<b>Финансијске институције</b>	<b>Финансијска тржишта</b>
<b>ДУБИНА</b>	<b>Приватни кредити у односу на БДП</b> – Капитал финансијских институција/БДП – Новчана маса М2 у односу на БДП – Депозити у односу на БДП – Бруто додата вредност финансијског сектора у односу на БДП	<b>Капитализација берзе и приватне дужничке хартије од вредности у односу на БДП</b> – ХоВ приватног дуга у односу на БДП – ХоВ јавног дуга у односу на БДП – Међународне дужничке ХоВ у односу на БДП – Капитализација берзе у односу на БДП – Акције којима се тргује у односу на БДП
<b>ПРИСТУП</b>	<b>Рачуни на хиљаду пунолетних становника (комерцијалне банке)</b> – Број филијала на 100.000 пунолетних становника (комерцијалне банке) – % становништва који има рачун у банци – % фирми које имају кредит (све фирме) – % фирми које имају кредит (мале фирме)	<b>Учешће тржишне капитализације највећих 10 компанија (у %)</b> – Учешће тржишне капитализације фирми без 10 највећих компанија (у %) – Приноси на државне обвезнице (рочности три месеца и 10 година) – Рацио домаћих дужничких ХоВ у односу на све емитоване ХоВ – Рацио приватних ХоВ у односу на све дужничке ХоВ (домаће компаније) – Рацио емитованих обвезница нових корпорација у односу на БДП
<b>ЕФИКАСНОСТ</b>	<b>Нето каматна маргина</b> – Спред позајмица и депозита – Некаматни доходак према укупном доходу – Трошкови по становнику (% укупне имовине) – Профитабилност (принос на активу, принос на акцијски капитал) – Бонов индикатор (или Херфиндал или Х статистика)	<b>Рацио промета берзе (промет у односу на капитализацију берзе)</b> – Синхронизованост цена – Трговање приватним информацијама – Утицај цена – Трошкови ликвидности/трансакција – Котиран спред понуде/тражње за владине обвезнице – Промет обвезница (приватне и јавне) у односу на ефикасност поравнања размене ХоВ
<b>СТАБИЛНОСТ</b>	<b>З–скор (индикатор банкарске стабилности)</b> – Рацио адекватности капитала – Рацио квалитета активе – Рацио ликвидности – Остало (Позиција нето страних валута према капиталу, и друге)	<b>Волатилност (стандардна девијација/просек) индекса цена акција, индекс суверених обвезница)</b> – Распоред индекса (цена акција, суверене обвезнице) – Осетљивост на манипулације приносима – Рацио цене у односу на приходе – Трајање – Рацио краткорочних у односу на укупне обвезнице – Корелисаност са приносима на водеће обвезнице (Немачка, САД)

*Напомене:* Ова матрица обухвата сет мера финансијске развијености. Болдираним курсивом су обележене мере у свакој категорији које су у широкој употреби. Обухваћени су приватни кредити одобрени на основу новчаних депозита банака. Број отворених рачуна у комерцијалним банкама на хиљаду пунолетних становника=(број депозитара)\*1000/пунолетна популација у земљи. Нето каматна маргина је рачуноводствена вредност нето каматних прихода банака исказана као учешће у сопственој активи (укупни приходи). Индикатор банкарске стабилности З скор = (РОА+акцијски капитал/актива)/стандардна девијација (РОА), при чему је РОА просечан годишњи принос на активу крајем године. Капитализација берзе уз емитоване приватне дужничке хартије од вредности обухвата вредност листираних ХоВ. Учешће тржишне капитализације фирми (без 10 највећих компанија) одређује тржишну капитализацију ових фирми у односу на тржишну капитализацију целог тржишта. Промет берзе представља рацио укупне вредности акција којима се тргује у односу на тржишну капитализацију. Волатилност индекса ХоВ представља стандардну девијацију индекса суверених обвезница у односу на годишњи просек тог индекса. Извор: Levine R., Čihák M., Demirgüç–Kunt A., Feyen R. (2013). *Financial development in 205 economies, 1960–2010* (NBER Working Paper, WP18946) Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Основни закључци истраживања из 2013. године (Levine и др. 2013) за 205 земаља, у периоду 1960–2010. године, указали су на мултидимензионалну природу финансијских система. Аутори наглашавају да се, фокусирањем на само једну варијаблу, попут финансијске стабилности, најчешће занемарују остале веома важне карактеристике финансијског система. Истраживање је показало да се перформансе финансијских сектора значајно разликују по величини и саставу, као и да је у истраживању ове области, упркос значајном напретку последњих година, остало још много области за проучавање. Финансијски системи су мултидимензионални, што значи да се, при изучавању улоге финансијских институција и финансијских тржишта, морају сагледати све четири димензије јер занемаривање било које води погрешним закључцима пошто ниједан од показатеља није супериорнији у односу на остале. Између финансијских система у свету постоје бројне разлике које, у корелацији с разликом у нивоима прихода, указују на међузависност развијености појединих елемената финансијског развоја и показатеља развијености земаља. Финансијски системи су донекле конвергирали у периоду кризе, уз значајно смањење стабилности, дубине финансијских система и смањеног приступа изворима финансирања. Финансијски сектори у земљама средњег и ниског нивоа дохотка,<sup>33</sup> су били релативно изоловани од утицаја глобалних превирања током кризе, и мање погођени глобалним потресима услед кризе. Финансијске институције су се брже опоравиле од утицаја кризе, у односу на опоравак финансијских тржишта, посебно у сегментима дубине и ефикасности. Теоријска образложења и емпиријски докази указују на централну улогу финансија у друштвено економском развоју. Привреде које су достигле виши ниво финансијског развоја, бележе бржи привредни раст и смањење нивоа сиромаштва. Несавршеност тржишта и високи трошкови прикупљања и обраде информација о потенцијалним инвестицијама, резултирали су креирањем финансијских производа и институција који омогућавају превазилажење ових недостатака. Финансијски развој, на најосновнијем нивоу, настаје када финансијске институције, посредници и тржишта

---

<sup>33</sup> Светска банка аналитичку класификацију земаља за потребе објављивања индикатора глобалног развоја (*енг.* World Development Indicators – WDI) спроводи од 1988. године. Класификација земаља се врши у три групе, према нивоу дохотка по становнику, земље с ниским нивоом дохотка, земље средњег нивоа дохотка и земље које имају високи доходак. Сваке године се ове границе повећавају, тако да су референтне вредности 2015. године биле око два пута веће у односу на 1988. годину. Према методологији класификације земаља Светске банке, 2008. године су у групи земаља са ниским дохотком биле земље чији је доходак био испод или једнак вредности од 975,0 долара по становнику, у групи нижег средњег дохотка у распону 976,0–3.855,0 долара, у групи вишег средњег дохотка у распону 3.856,0–11.905,0 долара, док су групи земаља с високим дохотком припадале земље чији је доходак био изнад 11.905,0 долара.

ублажавају ефекте непотпуних информација и трансакционих трошкова. Финансијски систем је ефикасан када обезбеђује ефикасну алокацију ресурса и подстиче економски раст, што је подржано ефикаснијим пословањем предузећа и унапређењем процеса управљања.

### **3. Преглед емпиријских истраживања о међузависности привредног раста и развијености финансијског система**

Бројна литература и истраживачки радови, усмерени на проучавање међузависности нивоа развијености финансијског система и степена достигнутог привредног развоја, указују на значај устројства финансијског система за процес економског развоја. Развијена и ефикасна финансијска тржишта доприносе ефикасности целе привреде, јер омогућавају ефикасно усмеравање штедње и инвестиција у економији. Олакшава се акумулација капитала и процес производње роба и креирања услуга. Комбинација развијених финансијских тржишта и институција, уз широку палету различитих финансијских производа и инструмената, усклађене су према захтевима зајмопримаца и зајмодаваца, обезбеђујући потребе целокупне привреде и смањујући трансакционе трошкове пословања. Многе земље су, током деведесетих година XX века, трансформисале националне законе и регулативу и смањиле контролу капитала укидањем баријера како би привукле веће вредности портфолио инвестиција. Економске теорије се емпиријски тестирају, коришћењем економетријских метода и постојећих економских података.

Емпиријске студије су, у највећем броју истраживања, анализирале везу између развијености финансијског сектора и економског раста. Истраживања ове области се фокусирају на различите параметре којима се исказује развијеност финансијског сектора. Најпре, поставља се већи број индикатора, мера и критеријума за оцену развијености финансијских тржишта (који су усмерени на поређење ликвидности, концентрације, волатилности, институционалног развоја и оцену међународне интеграције). Прикупљање ових података новија истраживања усмерава у правцу сагледавања улоге берзи и финансијских посредника. Истраживања су све више усмерена на анализу везе између развијености берзи и дугорочног економског раста. Осим тога, истраживања проучавају везу између развијености берзи и избора начина финансирања пословних подухвата, за које се одлучују компаније. Велики број емпиријских истраживања ове теме, углавном се бавио тестирањем неокласичног модела раста, у настојању да се укаже на недостатке претходно постављених модела.

Кунт и Левин (1996: 223–239) су истакли да није у потпуности потврђено да је свакој економској заједници потребно национално тржиште капитала, иако теорија наглашава да земље имају користи од олакшаног приступа функционалним берзама на којима резиденти и домаће фирме могу купити, продати и емитовати хартије од

вредности. Међутим, географска локација берзе није најзначајнији фактор и гаранција развоја. Стога се указује да креатори економских политика морају бити ангажовани на уклањању непотребних баријера у функционисању финансијских тржишта, при чему се мисли на правне и регулаторне баријере. Иако је област повезаности привредног раста и развијености финансијског система дуго било предмет разматрања у економији, прво емпиријско истраживање је спровео Голдсмит (1969), када је емпиријски показао постојање позитивне везе између финансијског развоја и БДП–а по становнику.

Двосмерна узрочност између финансија и раста је потврђена у моделу динамичке интеракције који су поставили аутори Гринвуд и Јовановић (1990: 1076–1107). Финансијски посредници имају значајну улогу у ефикасној алокацији ресурса, с обзиром да обезбеђују ефикаснији начин прикупљања информација. Систем у којем је активан већи број финансијских посредника у стању је да обезбеди алокацију веће вредности капитала ка ефикасним инвестицијама и на тај начин убрза економски раст. Они полазе од две теме, које су истакнуте у литератури о економском расту и развоју, везе између економског раста и дистрибуције прихода, као и између финансијске структуре и економског развоја. Истичу да су финансијска структура и економски раст нераскидиво повезани, с обзиром да одређени ниво економског раста обезбеђује средства за развој финансијске структуре, док развијена финансијска структура, у наредној итерацији, обезбеђује већи економски раст, с обзиром да обезбеђује реализацију ефикаснијих инвестиција. У раним фазама развоја, када је размена у великој мери неорганизована, раст је успорен. Међутим, растом нивоа прихода, финансијска структура постаје обимнија, а економски раст убрзанији, чиме се неједнакост између богатијих и сиромашних земаља продубљује. Економије с развијеном финансијском структуром остварују бржи привредни раст.

Током 1991. године, аутори Бенцивенга и Смит (1991: 165–209) су нагласили чињеницу да банке могу утицати на повећање економског раста елиминацијом ризика ликвидности. По њима, финансијски посредници повећавају продуктивност, акумулацију капитала и раст, унапређењем корпоративног управљања. Финансијско посредовање повећава стопе реалног раста, при чему наводе да су различити ефекти регулативе (наводећи пример обавезних резерви и висине каматних стопа) који посебно делују на привредни раст. Аутори наглашавају да су то теме од посебне важности за формулацију политика земаља у развоју.



Истраживање развоја финансијског сектора у земљама централне Европе и изазовима у одржавању макроекономске стабилности и одрживог раста, спровели су Вагнер и Јакова (2001).<sup>34</sup> На основу искуства земаља у транзицији, увидели су да је, уз брже реформе финансијског сектора, мања неизвесност у погледу стабилности привредног раста. Такође наглашавају да је веза између макроекономске политике и ефикасног финансијског система двосмерна, с обзиром да је успостављање стабилне макрокономске политике круцијална карика у подршци развоја финансијског сектора. Истраживање је указало на значај који имају законодавни оквир, јачање независности супервизорских ауторитета, ефикасна супервизија унутар система као и унапређење управљања ризиком.

Кунт и Левин (2004) су у књизи „Финансијска структура и економски раст“ нагласили да су бројна истраживања пружила додатну потврду о вези финансија и раста и показали конкретне оцене узрочне везе. Бројне студије у којима су спроведена истраживања на нивоу компанија, индустрија и земаља, указале су да степен финансијске развијености испољава значајан и позитиван утицај на економски раст.

Група аутора са Универзитета Брунел (Caronale и др. 2009) из Лондона је истраживала везу финансијског развоја и економског раста у десет нових чланица ЕУ. Истраживањем је обухваћен период од 1994. године до 2007. године. Закључак овог истраживања је да су брзе и тржиште кредита недовољно развијени у привредама нових чланица ЕУ, и да је њихов допринос економском расту ограничен услед недовољне финансијске дубине, док је на другој страни ефикаснији банкарски сектор фактор који стимулативно делује на раст. Грејнцеров тест узрочности је показао да се узрочност креће од финансијске развијености ка економском расту, док супротан смер није потврђен.

Адаров и Чејз (2011) су поставили стандардни модел економског раста који обухвата мере финансијског развоја. Према овом моделу, привредни раст у једној земљи у одређеном периоду је функција дохотка на почетку периода, нивоа финансијског развоја, других карактеристика земље, необухваћених фактора у земљи и ефекта времена. Истраживање је показало, на примеру земаља ЦЕ4 (Чешка Република, Мађарска, Пољска и Словачка), да финансијски развој ових земаља заостаје у односу на земље сличног нивоа развијености. Иако је обим промета на тржишту државних обвезница упоредив са прометом у контролној групи земаља, остали сегменти берзе

---

<sup>34</sup> Истраживање обухвата следеће земље у транзицији: Чешка Република, Мађарска, Пољска, Словачка и Словенија.

(приватни кредити, корпоративне обвезнице и акције) су знатно слабије развијени. Стога су покушали да успоставе референтне вредности за параметар „дубина финансијског тржишта“ у овим земљама, повезивањем са основним макроекономским параметрима и индикаторима институционалне развијености. Закључак истраживања је да су финансијска тржишта у земљама ЦЕ4 знатно плића него што би се могло очекивати, с обзиром на њихову фазу економског развоја исказано нивоом реалног БДП по становнику и упоређивањем осталих релевантних макроекономских показатеља. Аутори објашњење за овакве карактеристике виде у недовољно развијеним институцијама, и чињеници да је приступ спољним изворима финансирања, донекле успорио развој финансијских тржишта.

Почетком 2015. године четири аутора (Сојсаги и др. 2015) из САД, Којчеару, Фаларис, Хофман и Милер спровели су истраживање међузависности финансијског развоја и економског раста за земље у транзицији (земље ЦИЕ<sup>35</sup> и ЗНД<sup>36</sup>) у периоду 1990–2008. године. Аутори су указали на значај који имају ефикасност и конкурентност финансијског система, који су много ефектнији у односу на износ кредита који банкарски систем обезбеђује приватном сектору, односно, у односу на величину тржишта. Приказана је упоредна анализа транзиције финансијског система, кроз сегменте истраживања улоге финансијског тржишта у процесу приватизације, реформу банкарског сектора и анализу достигнутог степена развијености и детерминанти развоја финансијских тржишта. Заједничка карактеристика ових земаља је изразито неразвијен финансијски систем на самом почетку процеса транзиције, као и различит темпо финансијског развоја током транзиције. Проблеми специфични за почетне фазе транзиције, меко буџетско ограничење и слаба конкуренција унутар банкарског система, утицали су на слабије потенцијалне позитивне ефекте финансијског развоја на економски раст. Основни елементи финансијског развоја које су користили су величина, ефикасност и тржишна конкуренција, који су имали најзначајнију улогу у подстицању економског раста. Посебно су указали да су ефикасност и конкурентност финансијског система значајнији у односу на вредност кредита које банкарски сектор одобрава привреди. Аутори указују на области које могу

---

<sup>35</sup> Истраживањем су обухваћене следеће земље Централне и Источне Европе (ЦИЕ): Босна и Херцеговина, Бугарска, Хрватска, Чешка Република, Естонија, Мађарска, Летонија, Литванија, Република Македонија, Црна Гора, Пољска, Румунија, Србија, Словачка Република и Словенија. (енг. Central and Eastern European countries – CEE).

<sup>36</sup> Истраживањем су обухваћене следеће земље Заједнице независних држава (ЗНД): Јерменија, Белорусија, Грузија, Казахстан, Киргистан, Молдавија, Руска Федерација, Тацикистан, Туркменистан и Украјина (енг. Commonwealth of Independent States – CIS).

бити значајне за истраживања у наредном периоду тј. тестирање да ли је значајнији раст кредитирања приватног сектора штетан, посебно са аспекта неперформансних зајмова, који се могу испољити као проблем услед неефикасне контроле и супервизије.

Финансијски развој настаје када финансијски инструменти, тржишта и посредници елиминишу или ублажавају ефекте непотпуних информација и ограничену примену трансакционих трошкова.<sup>37</sup> Несавршеност тржишта, и високи трошкови прикупљања и обраде информација о потенцијалним инвестиционим понудама, трошкови спровођења уговорних одредби и остали трансакциони трошкови, јесу фактори који у великој мери успоравају развој финансијског система. Назначене неправилности успоравају проток средстава из сектора који имају вишкове ка онима који имају квалитетне инвестиционе пројекте. Ове несавршености тржишта стварају подстицаје за појаву финансијских уговора, тржишта и посредника. У складу са тим се креирају финансијски производи и услуге како би се превазишле ове неефикасности тржишта. Неке земље, које су релативно успешне у развоју финансијског система, које смањују те трошкове имају и развијеније финансијске системе. Остале привреде су мање успешне, те су ефекти финансијског система на економски развој мањи.

У свим наведеним емпиријским истраживањима коришћени су различити индикатори за мерење нивоа развијености финансијског тржишта. Развијеност берзи се исказује и мери различитим параметрима: агрегатна тржишна капитализација хартија од вредности у односу на БДП, број листираних фирми (величина), укупан промет на домаћем тржишту, као и учешће појединачних сегмената финансијског тржишта. Међутим, указује се да је финансијски развој, на ширем нивоу посматрано, побољшање квалитета пет кључних финансијских функција (Levine и др. 2013):

1. пружање проверних информација о потенцијалним инвестиционим пројектима и омогућен приступ капиталу на основу ових процена;
2. континуирани квалитет контроле корпоративног управљања, након обезбеђења капитала;
3. ефикаснија трговина, диверсификација и управљање ризиком;
4. мобилизација и кумулација штедње;
5. смањење трошкова размене робе, услуга и финансијских инструмената.

---

<sup>37</sup> Левин (2013) наводи да је креирање кредитних регистара позитиван пример унапређења процеса прикупљања и ширења информација о потенцијалним дужницима, чиме се побољшава алокација ресурса уз позитивне ефекте на привредни развој. Други пример је адекватан регулаторни и правни систем, који омогућава развој тржишта капитала, што пружа могућност креирања диверсификованог портфолија.

Квалитет функционисања финансијских институција и тржишта појединих земаља се разликује управо у домену колико су ефикасне у обављању наведених функција.

У земаљама у транзицији су постојале значајне варијације у нивоу развијености финансијског система, уз специфичне проблеме везане за реформу финансијског сектора, те је стога било потребно најпре разјаснити постојећу везу финансијске развијености и економског раста у транзицији. Било је потребно одредити које компоненте финансијског система имају најзначајнији допринос привредном расту земаља у транзицији. Почетне услове транзиције карактерише, пре свега, недостатак капитала за финансирање капиталних пројеката и едукацију. Стога је најрелевантније питање, с аспекта финансијског развоја на почетку транзиције, било привлачење капитала, а након тога, уз прилив капитала до изражаја долази проблем финансијске модернизације и повећања нивоа ефикасности финансијског система. Емпиријска истраживања о овим питањима су била веома ретка, понекад указујући на могућност да веза чак и не постоји, бар не у почетним годинама транзиције. Посебно се указује и на утицај прилива страног капитала, што је донекле успорило развој финансијског система у земаљама у транзицији.

## ПОГЛАВЉЕ II

### ФИНАНСИЈСКА ТРЖИШТА И ЕКОНОМСКА КРИЗА

Економске кризе су својствене постојећем глобалном економском систему и једна су од карактеристика економског развоја. Кризе, које се догађају на финансијским тржиштима широм света, најчешће се приписују људском фактору и функционалној структури капиталистичког економског система. Анализе досадашњих економских криза резултирале су закључцима да су настајале под утицајем људске психологије, односно, шпекулативног понашања насталог услед комбинације похлепе и страха. Овим се објашњава склоност преузимању великог ризика у периоду привредног успона уз високе каматне стопе, као и страха од финансијске пропасти и потребе хитног ослобађања од лоших пласмана у периоду када највећи број инвеститора закључи исто, што повлачи лавину унифицираног понашања и слом тржишта. Уз владајућу идеологију слободног тржишта и моћ саморегулације, нерегулисано тржиште финансијских деривата и шпекулативне активности водили су настанку глобалне економске кризе.

Процес глобализације, који је захватио и финансијски систем, утицао је на промене услова пословања на свим националним тржиштима. Стога је у бројним радовима (Calvo и др. 1996; Eichengreen и др. 1996; Goldfajn и др. 1997; Goldstein и др. 1998; Calvo 1998; Rijckeghem и др. 1999; Rijckeghem и др. 2000; Kaminsky и др. 2000; Caramazza и др. 2000; Calvo и др. 2000; Kodres и др. 2001; Fratzscher 2002) предмет истраживања био процес преношења финансијске кризе међу земљама. Ово захтева разумевање процеса доношења одлука инвеститора, при уласку или повлачењу са одређеног тржишта, као и механизам којим ове одлуке утичу на остала национална тржишта у окружењу, као и њихову зависност од развијености и квалитета националних финансијских сектора. Инвеститори су склони да се приликом повлачења са једног тржишта, услед појаве финансијске кризе у једној земљи, најчешће повлаче и са осталих тржишта у целом региону, без обзира да ли је криза захватила све земље које припадају региону. У истраживачком раду, Фрачер (2002) је формулисао меру индиректне повезаности финансијских тржишта, која проучава механизам којим финансијска криза настала у једној земљи утиче на земље у региону, посредством одлуке инвеститора да напусте локацијски блиска финансијска тржишта. Овај показатељ указује на меру ефеката преливања финансијске кризе у земљама које користе исте изворе финансирања. Преливање финансијске кризе, доминантно зависи

од степена задужености јавног и приватног сектора различитих земаља код истог инвеститора и диверсификације уложених средстава инвеститора у земљама једног региона.

У овом поглављу је истраживање усмерено ка детаљној анализи преломних периода који су значајно уздрмали функционисање глобалног финансијског тржишта. Најпре је приказан осврт на неолибералну доктрину и раст глобалних финансијских тржишта током претходне две деценије.<sup>38</sup> Пет најзначајнијих политика које су утицале на трансформацију глобалног финансијског тржишта, према Емилиос Авгуеласу (2012: 77) јесу таргетирање макроекономске стабилности кроз монетарну политику, трговинска либерализација у свету, десет либерализационих политика које садржи Вашингтонски консензус,<sup>39</sup> дерегулација финансијског сектора и политика стамбених кредита у САД. Ове политике, у садејству са психологијом индивидуалних инвеститора водиле су настанку глобалне финансијске кризе која је обележила период након 2007. године, и уздрмала цео савремен свет, а чије се последице осећају и у транзиционим земљама. Детаљно објашњење водећих узрока који су водили настанку глобалне економске кризе, захтева проучавање основних узрока и последица Азијске финансијске кризе, која је почела 1997. године и проузроковала озбиљне економске турбуленције у земљама Југоисточне Азије, а касније се прелила на остале земље у успону (*eng.* *emerging economies*), превасходно Русију и Бразил. У првој фази кризе (јул–децембар 1997. године) погођене су Јужна Кореја, Тајланд, Филипини и Индонезија, док је друга фаза, када су погођене остале економије у успону трајала од средине 1998. године до почетка 1999. године. Међу бројним узроцима азијске финансијске кризе, примарни леже у нерегулисаном и корумпираном банкарском сектору, непостојању контроле кретања капитала и политике девизног курса која је резултирала озбиљним дефицитима биланса плаћања по текућим трансакцијама. Ова криза је указала на потребу за преиспитивањем неолибералног консензуса и мера ефикасности финансијских система, као и потребу контроле кретања капитала, и значај одржавања уравнотеженог биланса текућег рачуна и одржавања адекватног нивоа девизних резерви. Према професору Ха Џун Чангу (пр. 2013) у периоду санирања последица кризе увелико су се, на глобалном нивоу, разматрале могућности реформе

---

<sup>38</sup> Обухваћен је период од 1990. године до 2013. године.

<sup>39</sup> Вашингтонски консензус обухвата: фискалну дисциплину, преусмеравање политике јавне потрошње ка областима које обезбеђују високу стопу економског повраћаја, пореску реформу кроз смањење пореских стопа и проширење основе за опорезивање, либерализацију формирања каматних стопа, политику конкурентних девизних курсева, трговинску либерализацију, либерализацију прилива страних директних инвестиција, приватизацију, дерегулацију тржишта и заштиту власничких права.

финансијског система, што је трајало до смиревања кризе и ублажавања њених последица. Након тога, потреба регулативе глобалних финансија није била доминантна тема на скуповима међународних институција. Нагли пад вредности акција интернет компанија у САД 2000. године превазиђен је брзом интервенцијом ФЕД–а, смањењем каматних стопа, што су учиниле и остале централне банке развијених земаља. Затим је уследио период глобалног раста и ниске инфлације, до почетка 2007. године.

Почетак глобалне финансијске кризе, у првој половини 2007. године, везује се за период јефтиног новца и кредитне експанзије<sup>40</sup> која је највећим делом резултирала куповином некретнина и луксузних потрошних добара. Узрок кризе је неодговорна политика промптог одобравања кредита, као и политика реализације ризичних кредита финансијских институција, који су истовремено осигуравани, док бесконачни раст реосигурања кредита и тржишта свопова није превазишао вредност реалне привреде и постао распрснути „мехур од сапунице,“ како се сликовито описује у бројним истраживањима ове теме. Сматра се да је политика ставова тзв. „Дексон Хол“ консензуса (енг. Jackson Hole)<sup>41</sup> делимично, или највећим делом, одговорна за велику понуду ликвидности на глобалном кредитном тржишту до средине 2007. године и стварању услова за настанак кризе (Avgouleas Е. 2012: 64). Осим ових, узроци кризе се налазе и у низу осталих фактора, попут одсуства квалитетне регулативе и супервизије финансијских институција, слабе корпоративне контроле, самовоље берзанских учесника, потцењивања реалних ризика и коришћења ризичних финансијских инструмената, претераног раста виртуелног и шпекулативног капитала уз мали проценат резервног обезбеђења емитованог кредитног новца. Процес дерегулације сектора финансијских услуга, од средине осамдесетих година прошлог века, под утицајем неолиберланог мишљења, водио је убрзаном расту величине и значаја финансијског сектора. Процес либерализације и уклањања баријера између комерцијалног и инвестиционог банкарства, уз креирање великог броја међуграничних мерцера и аквизиција водио је креирању сложених финансијских конгломерата с великим утицајем у међународном пословању. Светска економска криза се манифестовала кризом хипотекарног тржишта у САД и временом прелила на остале континенте, резултирајући кризом јавног дуга у великом броју земаља Европе и, посебно, смањеним приливом капитала у земљама у транзицији. Преливање кризе на

---

<sup>40</sup> Експанзивна монетарна политика у САД, која је вођена у периоду 2002–2006. године. Америчко тржиште субпримарних хипотекарних кредита је значајно порасло у периоду 2004–2006. године.

<sup>41</sup> „Jackson Hole“ је одмаралиште у Вајомингу (САД), где се једном годишње окупљају представници централних банака САД, на позив представника ФЕД–а из Канзас Ситија.

остала финансијска тржишта настало је услед савремене глобалне повезаности, при чему се у основи кризе налази људски фактор и неефикасна регулатива пословања. Према истраживањима спроведеним у ММФ–у (WEO 2009), светска привреда се, током глобалне економске кризе, суочила с озбиљним проблемом губитка поверења и најдубљом рецесијом од 1929. године. У другом кварталу 2008. године, у развијеним чланицама ОЕЦД–а је први пут регистровано реално смањење БДП–а за 0,02% у односу на исти квартал 2007. године, а највеће међугодишње смањење је забележено у четвртом кварталу 2008. године од 2,17%, које је настављено до другог квартала 2009. године када је први пут регистрован међугодишњи раст од 0,16%.<sup>42</sup> Иако је, услед насталих поремећаја на финансијском тржишту, најтеже погођена привреда САД у којој је рецесија започела у првом кварталу 2008. године<sup>43</sup> уз значајан пад у сектору грађевинарства,<sup>44</sup> развијене земље западне Европе и Азије су посебно биле погођене смањењем светске трговинске размене, као и растућим проблемима на националним финансијским тржиштима и потребама за новим корекцијама на тржишту некретнина, у појединим земљама. Земље Европе у успону и развоју су посебно биле погођене смањењем БДП–а, од последњег квартала 2008. године, што је резултирало међугодишњим падом БДП–а 2009. године од 3,1%,<sup>45</sup> при чему су главни канали утицаја кризе на успоравање привредних активности, били финансијски и трговински канали, с обзиром на велику зависност од прилива капитала из иностранства, у периоду избијања кризе. Поред тога, адекватан одговор на кризу у земљама у

<sup>42</sup> Извор: База података ОЕЦД. Линк: OECD (2015), Quarterly GDP (indicator). doi: 10.1787/b86d1fc8-en (Accessed on 04 October 2015).

Према подацима ММФ–а просечна годишња стопа раста у развијеним земљама (земље чији је бруто национални доходак по становнику 1999. године износио изнад 9.266,0 долара) у периоду 1965–1999. године износила је 3,2%.

<sup>43</sup> Међугодишње смањење кварталног БДП–а САД у првом кварталу 2008. године износило је 0,68%, при чему је рецесија трајала од трећег квартала 2008. године до трећег квартала 2009. године, када је регистрован међугодишњи раст БДП–а од 0,33%.

Извор: База података ОЕЦД. Линк: OECD (2015), Quarterly GDP (indicator). doi: 10.1787/b86d1fc8-en (Accessed on 04 October 2015).

<sup>44</sup> Према подацима Бироа за економске анализе САД, у сектору грађевинарства је међугодишње смањење регистровано у првом кварталу 2006. године (-2,5%) а трајало је до другог квартала 2010. године, када је први пут регистрован раст од 14,7% у односу на исти период 2009. године. Током посматраних седамнаест квартала у периоду први квартал 2006. године – први квартал 2010. године, највеће међугодишње смањење је забележено у првом тромесечју 2009. године од чак 21,1%. Линк: <http://www.bea.gov/iTable/iTableHtml.cfm?reqid=51&step=51&isuri=1&5101=1&5114=q&5113=23go&5112=2014&5111=2005&5102=17>.

<sup>45</sup> Према подацима ММФ–а, на глобалном нивоу, све земље у успону и развоју су 2007. године оствариле међугодишњи раст БДП–а од 8,7%, 2008. године од 5,8%, а 2009. године од 3,1%. При том су земље Азије у успону и развоју бележиле више стопе раста, док су земље Европе у успону и развоју 2007. и 2008. године бележиле ниже стопе раста БДП–а, уз смањење међугодишњег бруто друштвеног производа 2009. године. Линк:

[http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weorept.aspx?pr.x=72&pr.y=10&sy=2007&ey=2010&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=200%2C505%2C903&s=NGDP\\_RPCH&grp=1&a=1](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/weorept.aspx?pr.x=72&pr.y=10&sy=2007&ey=2010&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=200%2C505%2C903&s=NGDP_RPCH&grp=1&a=1).



транзицији отежале су околности унутрашњих неравнотежа, осетљиви банкарски системи и питање одрживости јавних финансија. Ови фактори су деловали на правце креирања макроекономске политике и кретање макроекономских индикатора, али и условили екстерну финансијску подршку ММФ–а и осталих међународних финансијских извора.

Оваква кретања су указала на потребу аналитичког преиспитивања улоге савремених финансијских тржишта и проналажења стварних узрока настанка кризе, у којима се не занемарује дистрибутивна улога финансијских тржишта и њихов допринос економском развоју и смањењу сиромаштва. Међутим, неопходно је указати на иновативне и сложене сегменте модерних финансијских тржишта (финансијске иновације и тржиште деривата) као и проблем корпоративног управљања у банкарском сектору, с обзиром да су то области непосредно повезане са настанком глобалне кризе. Анализа захтева и сагледавање преовлађујућих макроекономских услова и различитих регулаторних политика и тржишних стратегија које су водиле настанку кризе, као и детаљно проучавање комплексности и нетранспарентности системских ризика пословања (Avgouleas E. 2012:154). Иако су међународне институције указивале на могуће проблеме, протекло је доста месеци, док пројекције економских кретања нису кориговане наниже. Водећи актери у тражењу решења проблема глобалне кризе, биле су владе и централне банке појединих земаља, као и водеће међународне финансијске институције, при чему је неопходно нагласити да су бројна питања остала нерешена. Према ставовима нобеловца Стиглица (пр. 2004: 246), глобалном економском систему су реформе биле неопходне и пре избијања глобалне финансијске кризе, посебно у областима унапређења управљања ризиком, побољшања банкарске регулативе, потребе за бржим реговањем на прве назнаке кризе, реформе институција банкротства, контроле процеса либерализације тржишта капитала, као и унапређењем мреже социјалне заштите. Препоруком правца у коме се треба кретати реформа међународних финансијских институција, наглашава се потреба унапређења животног стандарда становништва у мање развијеним земљама, као и нужност промене концепта глобализације у оквирима који би обезбедили ефикаснију адаптацију традиционалних институција и вредности на савремене глобалне промене (Stiglic пр. 2004: 256).

Према истраживању аналитичара банке "Голдман Сакс", глобална финансијска криза је у периоду до октобра 2015. године, прошла кроз три фазе. Први талас кризе је обележио колапс банака, док је други талас кризе период дужничке кризе у Европи. Трећи талас кризе карактеришу три битне одреднице: ниска инфлација на глобалном

нивоу, успоравање привредног раста Кине и осталих привреда у успону, као и изразито ниске цене сировина. Према истраживању, ове појаве су последица раније предузетих мера, у покушајима решавања прва два таласа кризе, што је део у литератури описаног "дужничког суперциклуса" који карактерише претходне деценије. Наиме, централне банке су, као одговор на прве две кризе, снизиле каматне стопе, у намери да подстичу инвеститоре да инвестирају на тржиштима у успону (посебно Кине), на којима је био могућ већи повраћај уложених средстава. Ипак, у периоду најаве раста каматних стопа, инвеститори се повлаче са ових тржишта, као и из улагања у сировине.<sup>46</sup> Овим се објашњава повезаност актуелне кризе у земљама у успону и првог таласа глобалне кризе (колапсом хипотекарног тржишта у САД, ниске каматне стопе су допринеле расту кредитирања, посебно у Кини). На другој страни, процес трансформације привреде Кине и глобални пад цена сировина, воде развоју новог таласа кризе. Неизвесност одрживости уложених инвестиција на тржиштима земаља у успону је још израженија у околностима када се смањују приноси на обвезнице (који се спуштају до нуле) и када су стопе репо операција на историјским минимумима, уз процес дефлације који погађа сва тржишта. У таквим ситуацијама се повлачи новац са тржишта у успону што отежава локалним компанијама финансирање нових инвестиционих пројеката, и посредно утиче на успоравање глобалне привреде.

---

<sup>46</sup> Политика повећања каматних стопа у развијеним земљама, коју најављују централне банке, подразумева да ће каматне стопе на сигурна средства порастати (државне обвезнице), чиме се смањује заинтересованост инвеститора за улагањима на тржишта у успону, која нуде више каматне стопе али уз већи ризик повраћаја уложених средстава.

## 1. Политике неолибералних консензуса као основа раста глобалних финансијских тржишта

Раст и развој глобалног финансијског тржишта одвијао се под окриљем политике Вашингтонског консензуса (енг. Washington Consensus) програма чија се суштина у највећој мери подудара са концептом развоја неолиберлане идеје и процесом глобализације. Овај концепт препорука, настао почетком 1990. године, заговарао је трговинску отвореност као основ спровођења политичке реформе, која обезбеђује раст и развој привреде. У периоду до 2008. године, концепт неолиберализма је успешно функционисао уз јачање финансијских корпорација и доминацију либералног капитализма. Дерегулација финансијског система,<sup>47</sup> која је резултирала јачањем недисциплине и шпекулативног понашања финансијских посредника, у жељи за креирањем довољне понуде финансијских деривата како би се подмирила растућа тражња, водила је настанку глобалне економске кризе 2007. године и потреби преиспитивања функционалности целог концепта.

Политике Вашингтонског консензуса, које су доминирале у економским политикама појединих земаља од 1980. године,<sup>48</sup> претежно су биле фокусиране на брзу тржишну либерализацију, приватизацију у секторима који су до тада највећим делом били у државном власништву и одржавањем макроекономске стабилности (Williamson, 1999). Десет области које чине суштину Вашингтонског консензуса<sup>49</sup> представљају темељ неолиберализма, а обухватају следеће целине:

1. Буџетска (фискална) дисциплина, односно, одржавање уравнотеженог буџета у смислу да је дозвољено трошење средстава у износу који је могуће финансирати из имовине, дохотка или задуживањем. На потребу одржавања буџетске дисциплине се указује јер велики дефицит доводи до кризе биланса плаћања, што у комбинацији са високом инфлацијом погађа најшире слојеве становништва;
2. Усмеравање јавне потрошње у високо профитабилне области (улагања која обезбеђују виши економски повраћај и обезбеђују друштвено одговорну

---

<sup>47</sup> Процес дерегулације финансијског система представља укидање уредби и аката који су регулисали активности, што је водило већим слободама тржишних учесника на финансијском тржишту.

<sup>48</sup> Посебно у земљама Латинске Америке.

<sup>49</sup> Појам „Вашингтонски консензус“ увео је 1990. године економиста Џон Вилијамсон описујући овом кованом основне принципе на којима је требало да почива економска политика латиноамеричких земаља, према ММФ–у, Министарству финансија САД и Светској банци. Седиште ове три институције се налази у Вашингтону и назив ових смерница је скројен управо према локацији седишта међународних институција.

прерасподелу прихода, путем улагања у инфраструктуру, образовање, здравствену заштиту и друге јавне секторе);

3. Пореска реформа, која се реализује у правцу смањења пореских стопа и проширења основице за опорезивање;
4. Укидање ограничења при формирању каматних стопа, што подразумева финансијску либерализацију и слободу формирања каматних стопа на тржишту;
5. Политика конкурентних девизних курсева, која подразумева одређење за увођење фиксног или слободно флукутирајућег девизног курса;
6. Либерализација трговинских токова, која подразумева већу отвореност националне привреде и укључење у токове робне и размене услуга;
7. Либерализација страних директних инвестиција, и креирање привредног амбијента који би стимулативно деловао на овакве врсте улагања;
8. Приватизација, односно, прихватање неолибералне идеје о већој ефикасности управљања у приватној својини;
9. Дерегулација тржишта, која подразумева смањење и укидање регулативе која оптерећује пословање компанија; и
10. Заштита приватне својине, односно поштовање начела права својине о поседовању, слободном располагању и коришћењу ствари (*лат.* „*Ius utendi, fruendi et abutendi*,” односно, овлашћење употребе, прибирања плодова и фактичког и правног располагања).

Ове смернице су биле формулисане уз јаку веру у слободно тржиште и с циљем највећег могућег смањења улоге државе у економским токовима. Наведене смернице Вашингтонског консензуса су функционисале све до почетка глобалне економске кризе, када су испливали бројни недостаци у земљама које су у потпуности форсирале поштовање наведених правила, и показало се да је економски раст могућ и у земљама које нису следиле упутства међународних институција Светске банке и ММФ–а.<sup>50</sup> На другој страни, велики број земаља које су у потпуној мери следиле упутства и смернице програма Вашингтонског консензуса, сусрео се с озбиљним економским проблемима и значајним нарушавањем животног стандарда грађана, у околностима

---

<sup>50</sup> Пример су економске реформе у Индији и Бразилу, које нису у потпуности пратиле упутства ММФ–а и Светске банке. Предузете мере су биле усмерене ка оживљавању унутрашњег тржишта ових земаља, и у великој мери су обезбедиле развој базних индустријских грана, при чему су владе ових држава посебно биле усмерене на решавање питања социјалних проблема.

када су у потуности поштовале препоруке консензуса.<sup>51</sup> Показало се да је неопходно развијати сопствене правце националног развоја и периодично анализирати ефекте преузетих мера, како би се правовремено предузеле корективне акције.

Концепт неолиберализма настао је на темељу неокласичне економије, која је постављена на три теоријске основе, односно, хипотези о рационалним очекивањима, теорији о реалним привредним циклусима и теорији о ефикасним финансијским тржиштима (Катић, 2010). Хипотеза о рационалним очекивањима<sup>52</sup> објашњава ефикасност тржишне економије на бази информисаности и рационалном понашању тржишних учесника. Према хипотези, учесницима на тржишту су доступне неопходне информације, како би донели рационалне одлуке у будућности и сви учесници у економском систему се аутоматски прилагођавају новонасталим ситуацијама. Теорија о реалним привредним циклусима<sup>53</sup> базирана је на Сејовом закону,<sup>54</sup> по ком понуда креира тражњу, и стање равнотеже се одржава на тој основи, те нема привредних циклуса. У случајевима привремене неравнотеже, односно поремећаја понуде, цене и наднице се брзо прилагођавају новонасталој ситуацији. Теорија о ефикасним финансијским тржиштима<sup>55</sup> базирана је на концепту да су цене свих финансијских инструмената објективне и да су сва тржишта увек у равнотежи. Цене се формирају на основу свих доступних тржишних информација. Основна претпоставка неолиберализма је да тржишни ризици постоје и да се могу квантификовати, што је основ става да није потребна претерана регулатива и уплитање државе. Основ овог концепта је у становишту да финансијско тржиште има развијене механизме и инструменте самоконтроле и нема потребе за регулаторним институцијама.

Према Емилиос Авгуеласу (2012: 64), током претходне две деценије развој и трансформација глобалних финансијских тржишта одвијали су се под утицајем бројних политика, од којих су наредних пет најзначајније: (1) тзв. умерена политика таргетирања макроекономске стабилности кроз монетарну политику; (2) либерализациона политика Вашингтонског консензуса; (3) трговинска либерализација

---

<sup>51</sup> Пример су: Аргентина (1999–2002. године), Бразил (1998. године), Мексико (1994. године).

<sup>52</sup> Представник Хипотезе о рационалним очекивањима је Роберт Лукас (Robert Emerson Lucas Jr.), амерички економиста и добитник Нобелове награде за економске науке 1995. године. Лукас је лауреат награде за развој концепта рационалних очекивања и примену у макроекономској анализи и разумевању економске политике.

<sup>53</sup> Роберт Лукас је имао водећу улогу и у развоју теорије реалних привредних циклуса.

<sup>54</sup> Француски економиста Жан Баптист Сеј (1767–1832), је формулисао Сејов закон према ком „Свака понуда креира сопствену тражњу“.

<sup>55</sup> Теорија о ефикасним финансијским тржиштима и цео концепт су настали као резултат примене шире теорије рационалних очекивања.

која је водила погоршању глобалних трговинских неравнотежа и појави велике ликвидности појединих земаља, (4) дерегулација финансијског сектора, (5) фаворизујућа политика потрошње сектора домаћинства, што је деловало на раст тржишта другоразредних хипотекарних кредита у САД. Он наглашава да је деценија експанзије глобалних финансијских тржишта, у периоду 1997–2007. године, била под значајним утицајем „Џексон Хол“ консензуса, који се заснива на седам основних стубова (Bean, Paustian, Penalyer & Taylor, 2010):

- I. дискрециона фискална политика<sup>56</sup> је непоуздано средство за макроекономску стабилизацију, у условима када је привреда у дубљој неравнотежи, искључиво државном политиком промене пореза или потрошње у правцу смањења или повећања агрегатне тражње,
- II. примарну улогу у макроекономској стабилизацији има монетарна политика<sup>57</sup> путем деловања на краткорочне каматне стопе,
- III. трансмисиони механизам монетарне политике углавном делује кроз дугорочне каматне стопе, и стога су очекивања о будућој политици каматних стопа веома значајна, као и кредибилитет политике у смислу поузданости крајњег исходишта ових очекивања,
- IV. независност централне банке, од политичких утицаја, у формулисању монетарне политике је основа за њену кредибилност,<sup>58</sup>
- V. флексибилно инфлационо таргетирање, којим се стопа инфлације одржава у границама циљања током одређеног периода,
- VI. парадигма о ефикасним тржиштима је кредибилна апроксимација функционисања реалног тржишта акција и кредита,

---

<sup>56</sup> Ефикасна фискална политика је одговорна за смањење амплитуда пословних циклуса у једној националној привреди и спречавање економске неравнотеже. Експанзивном фискалном политиком се повећава потрошња државе и/или смањују порези, чиме се смањује буџетски суфицит, односно повећава буџетски дефицит. Рестриктивна фискална политика, подразумева смањење потрошње државе и/или повећање пореза, чиме се смањује агрегатна тражња једне привреде и ублажавају неповољна кретања у платном билансу, уз смањење буџетског дефицита (повећање суфицита).

<sup>57</sup> Пет канала трансмисије монетарне политике су: канал каматне стопе, канал промене девизног курса, кредитни канал, канал обавезне резерве и канал очекивања сектора предузећа и домаћинства. Први канал трансмисије монетарне политике је каматни канал, путем ког централна банка смањењем релане каматне стопе смањује трошкове капитала, повећава инвестициону активност, раст агрегатне тражње и производњу. Канал каматне стопе се спроводи кроз две фазе, од којих је прва деловање централне банке на краткорочну номиналну каматну стопу чиме се делује на промене краткорочних и дугорочних реалних каматних стопа, док другу фазу представља утицај реалне каматне стопе на агрегатну тражњу и производњу (Abel & Bernanke 2001: 543).

<sup>58</sup> Од *lat. credibilis* према *credere* веровати, који означава да се неком може веровати, вредан поверења, веродостојан, вероватан (Калјн & Шипка 2006:668).

VII. ценовна и финансијска стабилност су комплементарни, а не конфликтни, циљеви економске политике.

Према ставовима немачког економисте Ханс Вернер Зина (2014)<sup>59</sup> о развоју и последицама кризе у Европи, криза се из САД у европске земље и банке прелила 2007–2008. године и посебно је погодила реалну привреду јужних земаља Европе.<sup>60</sup> Иако наглашава да су знаци опоравка уочљиви, и да је тржиште капитала од 2012. године у смиривању, ипак се не могу занемарити структурне кризе које су погодиле земље јужне Европе, чији је опоравак изузетно осетљив, и уједно се заснива на обимним мерама и интервенцијама спасавања ЕЦБ као и националним програмима фискалног опоравка, пре него унапређењу основних фундамената економије. Мере штедње у овим земљама, које нису биле део националних политика, форсиране су према захтевима тржишта капитала, с обзиром да су спровођене услед повећане неизвесности о одрживости нивоа јавног и приватног дуга ових земаља. Други озбиљан проблем у овим земљама је био изузетно висок ниво дефицита текућих трансакција платног биланса у периоду пре кризе,<sup>61</sup> иако су каматне стопе биле на ниском нивоу, чиме је овај проблем само продубљен у периоду након кризе. И меко буџетско ограничење у овим земљама је довело до значајног прилива приватног капитала из северних земаља Европе, креирајући инфлационе притиске који су деловали на смањење конкурентности ових земаља. Стога су економска кретања у Европи, у периоду након глобалне економске кризе прилично турбулентна, а чињеница да је веома ограничен

---

<sup>59</sup> Предавање одржано у Београду, Народна банка Србије, 8. маја 2015. године “The Euro Crisis.”

<sup>60</sup> Стопа незапослености у Шпанији и Европи је премашила 30%, што је ниво незапослености пре тога забележен још током Велике депресије 1930. године. Значајно је већа и алармантнија стопа незапослености младих, која је порасла на 60% у овим земљама. У Италији је премашила 40%. Индустијска производња у Шпанији, Италији и Грчкој је двоструко смањена, док се последице кризе осећају и у Француској и Португалији са изузетно slabим перформансама индустријске производње, као и у Холандији коју је погодило кретање цена на тржишту некретнина.

<sup>61</sup> Према подацима УН, учешће дефицита текућег рачуна у БДП–у за одабране земље јужне Европе је варијало у периоду од 2000. године, односно, од 1980. године која је почетна година расположивих података. Ове земље су у периоду 2000–2012. године остваривале дефицит текућег рачуна платног биланса, и тек након 2013. године суфицит. У Италији, која је 1996. године имала суфицит од 3,1% БДП–а, од 2000. године се бележи раст учешћа дефицита у БДП–а до -2,8% БДП–а 2008. године и чак 3,5% БДП–а 2010. године. У 2013. години остварен је суфицит од 0,9% БДП–а. Према расположивим подацима за период од 1980. године, Грчка је увек имала дефицит текућег рачуна платног биланса, који је био највећи 2008. године када је достигао -14,5% БДП–а, након чега се под утицајем мера штедње постепено смањивао, да би 2013. године био остварен суфицит од 0,6% БДП–а. У Португалији, која је према расположивим подацима, највећи дефицит забележила 1981. године од -14,6% БДП–а, а највећи суфицит 1986. године од 3,0% БДП–а, од 2000. године бележи се високо учешће дефицита у БДП–у по годинама које је било највеће 2008. године -12,2% БДП–а. И Португалија је 2013. године остварила суфицит од 1,4% БДП–а. Шпанија је, у периоду до 2003. године бележила релативно уједначен дефицит текућег рачуна који се кретао до максималних 4,4% БДП–а 2000. године, да би од 2003. године дефицит нагло почео да расте до 2007. године када је износио -9,8% БДП–а. И Шпанија је 2013. године остварила суфицит од 1,4% БДП–а. Извор: [unactadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx](http://unactadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx).

избор расположивих економских политика, додатно отежава напоре у креирању повољнијег макроекономског оквира.

Концепт реформи, под окриљем неолибералне идеологије, од приватизације, либерализације спољнотрговинске размене и дерегулације у земљама у транзицији и земљама у развоју, где је спроведен, углавном није уважио проблем недовољно развијене институционалне основе, која би подржала цео концепт реформи. Због тога економске реформе нису резултирале идентичном развоју и унапређењу макроекономских параметара у свим земљама, што је указало да концепт развојне неолибералне идеологије није применљив у сваком друштвено економском окружењу (Commssion on Growth and Development 2008). Извештај Комисије за раст и развој Светске банке је показао да су заједничке карактеристике високог и одрживог раста који је остварило 13 земаља<sup>62</sup> у различитим периодима историје развоја позитивне околности у глобалној привреди, одржавање макроекономске стабилности, високе стопе штедње и инвестиција, тржишна алокација ресурса и посвећене, кредибилне и способне владе.

---

<sup>62</sup> Истраживањем су обухваћене следеће земље: Боцвана (1960–2005.), Бразил (1950–1980.), Кина (1961–2005.), Хонг Конг (1960–2005.), Индонезија (1966–1997.), Јапан (1950–1983.), Република Кореја (1960–2001.), Малезија (1967–1997.), Малта (1963–1994.), Оман (1960–1999.), Сингапур (1967–2002.), Тајван, Кина (1965–2002.), Тајланд (1960–1997.).



## 2. Азијска финансијска криза

Азијска финансијска криза уздрмала је земље Азије 1997. године и трајала до 1998. године. Криза је започела на Тајланду, а великом брзином се проширила на Малезију, Јужну Кореју, Филипине и Индонезију (јул–децембар 1997. године), при чему је у великој мери уздрмала тржишта развијених економија, Јапана, Тајвана, Сингапура и Хонг Конга, али и тржишта осталих земаља у успону, посебно, Русију и Бразил (у периоду од половине 1998. године до почетка 1999. године) које су се суочиле с кризом отплате дугова услед великих износа позајмица. Специфичност ове кризе је у чињеници да је потресла земље које су деценијама пре тога остваривале високе стопе привредног раста и привредни развој, док су трошкови санирања последица кризе били изузетно високи. Морис Голдштајн (1998а), наводи да су три основна узрока кризе:

- погрешна правила политике девизног курса (неформално везивање локалних валута за долар), која су, у тежњи за одржавањем стабилног девизног курса, довела до озбиљних дефицита текућег рачуна у појединим земљама;<sup>63</sup>
- шпекулативни балони имовине, који су углавном креирани повећањем дуга и услед краткорочних шпекулативних токова средстава у одсуству било какве контроле капитала, и
- нерегулисан банкарски сектор, са slabим перформансама и склоности ка коруптивним праксама, који је углавном само опслуживао реализацију послова тзв. буразерског капитализма (*енг. cronу capitalism*) што су подржавали диктаторски режими у земљама региона.

Управо криза земаља југоисточне Азије, која је значајно уздрмала свет крајем двадесетог века, уводи потребу преиспитивања неолибералног консензуса и ефикасности финансијских система. Токови капитала у овим земљама су у потпуности либерализовани, чиме су национални ауторитети изгубили контролу над финансијским системима у својим земљама, тако да су земље, једна за другом, улазиле у валутну и финансијску кризу. Управо је азијска криза изискивала потребу промене економске политике у правцу стриктније контроле капитала, и указала на значај уравнотеженог

---

<sup>63</sup> Према подацима УН, дефицит је регистрован у следећим земљама: Тајланд (1995. и 1996. године -8,1% БДП-а), Малезија (1995. године -9,7% БДП-а, 1997. године -5,9% БДП-а), Јужна Кореја (1996. године -4,0% БДП-а), Филипини (1997. године -4,8% БДП-а), Индонезија (1995. године -2,8% БДП-а, 1997. године -1,5% БДП-а).

биланса текућег рачуна, као и одржавања адекватног нивоа девизних резерви, на националном нивоу како би земља могла да одговори захтевима.

Узроци азијске финансијске и економске кризе леже у више фактора, који су симултано довели до избијања краха. До кризе је дошло услед неодрживог раста дефицита текућег рачуна платног биланса који је, у садејству са великим приливом страног капитала у ове земље, посебно путем краткорочних кредита, резултирао крахом целог система. У овим земљама је неадекватно спроведена финансијска либерализација и дерегулација у периоду пре кризе. То је резултирало неадекватном супервизијом финансијског система, у којем је владао морални хазард. Након првих назнака кризе<sup>64</sup> дошло је до наглог повлачења страног капитала. Наиме, криза је отпочела паником власника шпекулативног капитала, која је проузроковала масовно повлачење краткорочних средстава са финансијских тржишта наведених пет земаља југоисточне и источне Азије,<sup>65</sup> чиме је настала валутна криза.

Паралелно с овим процесом, други разлог настанка кризе је и неефикасност финансијског система ових земаља, односно, неадекватна алокативна улога финансијских средстава ка продуктивним тржишним учесницима. Тржишта хартија од вредности (акција и обвезница) била су недовољно развијена, при чему је банкарски систем имао водећу алокативну улогу у овим земљама, како средстава штедње из домаћих извора, тако и капитала из иностранства. Страна средства, која су банке усмеравале ка домаћим привредним субјектима, реализована су примарно ка секторима који нису били профитабилни, ка секторима неразмјенивих добара, при чему је цео процес био подложен коруптивним и непотистичким везама. Банке нису квалитетно извршиле алокацију финансијских средстава, што је касније резултирало немогућношћу сервисирања дугова, а то није одрживо у дугом року.

Економисти Раделет и Сакс (1998), наглашавају да је азијска криза примарно криза ликвидности, с обзиром да се ликвидни краткорочни дуг користио за финансирање неликвидне имовине. Они истичу да слабост азијских економија и њихових финансијски сектори нису били довољно јак фактор за покретање криза толиких размера. Аутори наглашавају да је кризу изазвао губитак поверења и погрешна економска политика као и утицај ММФ–а, што су фактори који су

---

<sup>64</sup> Први знаци кризе су се испољили у јуну 1997. године.

<sup>65</sup> Према класификацији УН, у земље у развоју југоисточне Азије спада једанаест земаља: Брунеји, Камбоџа, Индонезија, Лаос, Малезија, Мјанмар, Филипини, Сингапур, Тајланд, Тимор и Вијетнам. Пет земаља које су биле захваћене првим таласом кризе су: Индонезија, Малезија, Тајланд, Филипини и Јужна Кореја. Јужна Кореја, према УН класификацији, спада у земље у развоју источне Азије. Извор: УН.

проузроковали панику инвеститора. Урушавање привреде целог региона наступило је као последица финансирања неликвидне имовине краткорочним зајмовима. Водећи фактори настанка кризе су погрешна политика девизног курса, неликвидност привреде и краткорочна рочност<sup>66</sup> спољног дуга.

Основни макроекономски показатељи<sup>67</sup> у периоду пре и после кризе, указују на промене које је криза изазвала у односу на преткризно стање привреде. Компарација кретања основних макроекономских величина земаља погођених кризом, у петогодишњем периоду пре и током година кризе, указује на величину макроекономских турбуленција које је криза изазвала, и постепен пут опоравка. Бруто домаћи производа наведених пет земаља (Индонезија, Малезија, Тајланд, Филипини и Јужна Кореја) је 1998. године био 1,7 пута мањи у односу на 1996. годину. Рецесија је у кратком року захватила привреде ових земаља. Падом реалног БДП–а у 1998. години, у односу на претходну, највише су биле погођене Индонезија (-13,1%), Тајланд (-7,65%), Малезија (-7,36%) и Јужна Кореја (-5,7%), док је мањи пад остварен на Филипинма (-0,6%). Инфлација је, такође, бележила динамичне стопе раста, и највећа је била 1998. године у Индонезији (58,0%), при чему се и у петој години након кризе задржала на нивоу од 6,8%. На нивоу укупне спољне задужености земаља указује учешће дефицита текућег рачуна платног биланса у БДП–у које је 1997. године, у просеку за све земље, износило 2,8%. Страни капитал је почео да се враћа у ове земље од 1999. године, тако да је пете године од отпочињања кризе, просечан суфицит текућег рачуна платног биланса у овим земљама достигао 5,2% БДП–а, при чему је у Малезији износио 12,7% БДП–а. Оваква кретања описаних макроекономских агрегата, пратиле су умерене стопе незапослености, које су се кретале од 3,0% на Тајланду до 5,5% у Индонезији и 7,0% у Јужној Кореји, 1998. године, док су се у петој години од избијања кризе, 2003. години, последице највише осећале на тржишту рада у Индонезији (незапосленост 9,5%). Нето прилив страних директних инвестиција је 1992. године (пете године пре избијања кризе) збирно за свих пет земаља износио 10,5 млрд долара, док је 1998. године, (16,5 млрд долара) смањен у односу на 1997. годину (17,7 млрд долара). Прилив страних директних инвестиција (СДИ) се изузетно споро опорављао, услед недостатка поверења у економски систем земаља, тако да је нето прилив СДИ у овим земљама у петој години од избијања кризе (2003. године 11,2 млрд долара) био мањи у односу на

---

<sup>66</sup> Спољни дуг се, према рочности доспећа, дели на дугорочни, с роком допећа дужим од једне године и краткорочни, чији је рок доспећа до годину дана.

<sup>67</sup> Ради упоредивости података, коришћени подаци ММФ–а, Светске банке и Уједињених нација.

1996. годину (17,4 млрд долара), која се сматра годином пре избијања кризе. Просечно учешће нето СДИ у БДП–у ових земаља 1992. године износило је 2,54% (највеће је било у Малезији 8,0% БДП–а), а 1997. године је смањено на 2,48% (најмање је било у Јужној Кореји 0,6% БДП–а). Најниже учешће СДИ је остварено у петој години од избијања кризе (2003. године је износило 1,4% БДП–а). Иако је у 2013. години забележен раст учешћа СДИ (2,35% БДП–а) ниво учешћа из 1992. године није достигнут (највеће учешће је, 2013. године, забележено у Малезији 3,9% БДП–а и на Тајланду 3,3% БДП–а).

**Табела 2.1 Основни макроекономски показатељи, у односу на годину отпочињања кризе**

Показатељи: \ Године:	T <sub>(-5)</sub> 1992.	T <sub>(-1)</sub> 1996.	T <sub>(0)</sub> 1997.	T <sub>(0)</sub> 1998.	T <sub>(+1)</sub> 1999.	T <sub>(+5)</sub> 2003.	T <sub>(+15)</sub> 2013.
<b>БДП (у константним ценама из 2005., у млрд долара)</b>							
Тајланд	104,3	142,4	140,4	125,7	131,3	158,5	230,4
Индонезија	175,3	235,9	247,0	214,6	216,3	257,5	449,1
Малезија	68,4	99,1	106,4	98,6	104,6	127,6	208,0
Филипини	62,0	73,2	77,0	76,2	78,9	92,2	155,2
Јужна Кореја	436,2	593,1	627,3	591,4	654,9	823,9	1.999,0
<b>Потрошачке цене (међугодишњи раст)</b>							
Тајланд	4,1	5,8	5,6	8,0	0,3	1,8	2,2
Индонезија	7,5	8,4	6,2	58,0	20,8	6,8	6,4
Малезија	4,8	3,5	2,7	5,3	2,7	1,1	2,1
Филипини	8,6	9,0	5,9	9,7	6,6	2,3	2,9
Јужна Кореја	6,2	4,9	4,4	7,5	0,8	3,5	1,3
<b>Текући рачун (у % БДП)</b>							
Тајланд	-5,8	-8,1	-2,0	12,7	10,1	3,3	-0,6
Индонезија	-1,9	-2,7	-1,5	3,5	3,4	3,2	-3,2
Малезија	-3,7	-4,4	-5,9	13,2	15,9	12,7	4,0
Јужна Кореја	-0,7	0,5	-1,8	10,7	4,5	1,7	6,2
<b>Стопа незапослености (ПО)</b>							
Тајланд	1,0	1,0	1,0	3,0	3,0	1,5	0,7
Индонезија	2,8	5,0	4,8	5,5	6,4	9,5	6,3
Малезија	3,7	2,5	2,4	3,2	3,4	3,6	3,1
Филипини	9,8	8,5	8,7	10,1	9,7	11,4	7,1
Јужна Кореја	2,5	2,1	2,6	7,0	6,6	3,6	3,1
<b>Нето прилив СДИ (у млрд долара)</b>							
Тајланд	2,1	2,3	3,9	7,3	6,1	5,3	14,3
Индонезија	1,8	6,2	4,7	-0,2	-1,9	-0,6	23,3
Малезија	5,2	5,1	5,1	2,2	3,9	2,5	11,6
Филипини	0,8	1,5	1,2	1,8	1,2	0,5	3,7
Јужна Кореја	0,7	2,3	2,8	5,4	9,3	3,5	12,8

Извор: База података ММФ (IMF World Economic Outlook WEO) и Светске банке. Приступ Базама података на дан 15. септембар 2015. године.

Основни узроци азијске кризе нису уочени на време, с обзиром да су основни макроекономски индикатори пет азијских земаља, као и осталих земаља у региону, у периоду пре кризе били стабилни према свим параметрима. Јавне финансије су биле у границама дозвољеног кретања, при чему су неке земље оствариле суфицит јавних финансија.<sup>68</sup> Инфлација се кретала до 10% на годишњем нивоу у већини земаља. Инвестиције у основне фондове у овим земљама биле су стабилне,<sup>69</sup> док је домаћа штедња била на високом нивоу.<sup>70</sup> Сматра се да је земља отпорна на кретање шпекулативног страног капитала у условима стабилне и високе домаће штедње, и да ће одржати стабилан економски раст независно од кретања страног капитала. О стабилности домаће штедње азијских земаља сведочи и показатељ да је текући рачун платног биланса ових земаља био у суфициту, као и да су девизне резерве земаља значајно расле,<sup>71</sup> што је уливало поверење да ће потраживањима држава изаћи у сусрет.

---

<sup>68</sup> Типичан пример успешног управљања јавним финансијама су Тајланд и Јужна Кореја. Према подацима ММФ-а у Малезији су приходи опште државе 1995. године достигли 28% БДП-а, на Тајланду и Филипинима 20% БДП-а, да би 1998. године у Малезији опали на 24% БДП-а, Тајланду 17,6% БДП-а и Филипинима 19,6% БДП-а. У 2013. години приходи су у Малезији достигли 25% БДП-а, на Тајланду 24% БДП-а. И расходи опште државе су, 1995. године, били највиши у Малезији (26% БДП-а), на Филипинима (19,7% БДП-а) и Тајланду (17% БДП-а), при чему су у периоду након кризе расли у свим земљама (у Малезији су 2001. године достигли 30,7% БДП-а, на Филипинима 21,7% БДП-а, док су на Тајланду највеће учешће достигли 2002. године од 25,7% БДП-а). Након овог периода учешће јавних расхода се неравномерно креће, те је највеће учешће у 2013. години забележено у Малезији (29% БДП-а), Тајланду (24% БДП-а) и Кореји (21% БДП-а). Примарни биланс ових земаља је у периоду пре кризе и током година кризе био у суфициту (1995. године се суфицит примарног биланса се кретао од 2,1% БДП-а у Индонезији до 4,3% на Филипинима, а за Тајланд су подаци доступни од 2000. године). Малезија од 1999. године бележи дефицит примарног биланса који се одржао до 2013. године. У петој години од отпочињања кризе, све земље, осим Малезије су имале суфицит примарног биланса (који се кретао од 1,4% БДП-а на Филипинима до 3,1% БДП-а на Тајланду). У 2013. години суфицит Тајланда износи 0,6% БДП-а, Филипина 2,3% БДП-а, док су остале земље оствариле дефицит. Према расположивим подацима, највеће учешће бруто дуга опште државе 2000. године забележено је у Индонезији (87% БДП-а), на Филипинима (58,8% БДП-а) и Тајланду (57,8% БДП-а), док је 2013. године највећа задуженост била у Малезији (57,7% БДП-а), Тајланду (45,8% БДП-а) и Филипинима (39,1% БДП-а). Општи дуг Индонезије је износио 24,9% БДП-а. Извор: ММФ.

<sup>69</sup> Према подацима ММФ-а, укупне инвестиције у основне фондове у овим земљама су се кретале од 24% БДП-а на Филипинима до 41% БДП-а у Индонезији 1992. године, док су укупне инвестиције у годинама кризе и након кризе остале на нижем нивоу (1999. године укупне инвестиције су се кретале од 13,6% БДП-а у Индонезији до 31% БДП-а у Кореји). Ниво инвестиција у овим земљама се није опоравио након кризе, односно, није достигао учешће у БДП-у из 1992. године, тако да је учешће укупних инвестиција у БДП-у 2013. године било највеће у Индонезији (34% БДП-а) а најмање на Филипинима (19,7% БДП-а). Извор: ММФ.

<sup>70</sup> Бруто национална штедња је у свим земљама остала стабилна у посматрним годинама, иако је у годинама након кризе благо смањено учешће у БДП-у. У 1992. години учешће националне штедње у БДП-у се кретало од 17,6% на Филипинима, до 37,8% у Јужној Кореји. Поређења ради, 1999. године је учешће било најмање у Индонезији (12,5% БДП-а) а највеће у Малезији (38,3% БДП-а), док се 2013. године кретало од 23,8% БДП-а на Филипинима до 35,2% БДП-а у Јужној Кореји. Извор: ММФ.

<sup>71</sup> Међународне резерве, укључујући и злато су се 1992. године кретале од 5,3 млрд долара на Филипинима до 21,2 млрд долара на Тајланду. Током периода кризе (1997–1998. године) ниво девизних резерви ових земаља је смањен, након чега следи раст неуједначеном динамиком по земљама. У посматраном периоду су највише порасле међународне девизне резерве Јужне Кореје (17,2 млрд долара

У том периоду су и међународне каматне стопе биле на реалтивно ниском нивоу, те нагомилана потраживања иностраних поверилаца нису била забрињавајућа. Међутим, погоршани односи робне размене у свету, прецењеност валута ових земаља, све дубљи дефицити биланса плаћања земаља, рецесија у Јапану, који је значајан спољнотрговински партнер ових земаља, уз раст ненаплативих потраживања у банкарском сектору били су фактори који су сигурним темпом водили настанку кризе. У наредној табели су приказани основни индикатори развијености, јавне потрошње и задужености по земљама. Запажа се да су, у односу на период пре кризе сви параметри били у границама одрживих вредности, док је након избијања кризе и њихова вредност нарушена.

**Табела 2.2 Параметри развијености, задужености и јавне потрошње, у односу на годину отпочињања кризе**

Године: Показатељи:	T <sub>(-5)</sub> 1992.	T <sub>(-1)</sub> 1996.	T <sub>(0)</sub> 1997.	T <sub>(0)</sub> 1998.	T <sub>(+1)</sub> 1999.	T <sub>(+5)</sub> 2003.	T <sub>(+15)</sub> 2013.
<b>Дуг централне државе (у % БДП)</b>							
Тајланд	...	...	...	...	...	28,9	...
Индонезија	37,4	23,9	71,8	53,8	44,6	29,7	...
Малезија	64,4	...	...	...	...	45,1	...
Филипини	52,8	53,2	55,7	60,1	54,5	67,7	...
Јужна Кореја	10,0	6,9	8,8	...	...	...	...
<b>Спољни дуг (у % БНД)</b>							
Тајланд	38,3	63,4	74,6	97,2	81,2	42,7	37,2
Индонезија	72,2	58,3	65,1	168,2	117,4	59,3	30,8
Малезија	35,7	41,3	49,8	62,1	57,0	48,7	70,7
Филипини	62,0	51,1	58,3	64,9	61,9	61,1	18,6
Јужна Кореја	...	...	...	...	...	...	...
<b>Јавна потрошња (у млрд константних долара из 2005. године)</b>							
Тајланд	11,8	15,8	15,4	16,0	16,5	17,8	31,6
Индонезија	16,1	17,2	17,2	14,6	14,7	20,9	39,9
Малезија	7,1	8,9	9,4	8,6	10,1	14,4	27,9
Филипини	7,5	9,3	9,8	9,6	9,2	9,0	16,2
Јужна Кореја	68,5	85,4	87,7	89,7	92,3	109,2	170,2
<b>БДП по становнику (у текућим доларима)</b>							
Тајланд	1929,53	3038,59	2492,22	1.826,3	1.978,7	2.200,6	5.741,2
Индонезија	740,92	1137,27	1063,57	463,9	671,0	1.065,7	3.623,5
Малезија	3080,06	4743,52	4593,19	3.228,2	3.456,5	4.431,2	10.628,0
Филипини	814,03	1159,73	1127,35	967,2	1.088,0	1.011,3	2.788,4
Јужна Кореја	8140,22	13254,64	12196,77	8.133,7	10.432,2	14.219,2	25.997,9

Извор: База података Светске банке. Приступ Базама података на дан 15. јул 2015. године.

1992. године), које су 2013. године достигле 345,7 млрд долара, док су најниже биле међународне резерве Филипина (83,2 млрд долара). Извор: ММФ.

Просечна вредност БДП–а по становнику анализираних пет земаља, који представља једну од најчешће коришћених мера развијености земаља, 1998. године (2.923,8 долара) био је мањи у односу на 1992. годину (2.941,0 долара). Од 1999. године одржан је раст БДП–а по становнику у овим земљама (просечан БДП по становнику који је износио 3.525,3 долара) који је утростручен на 9.755,8 долара у 2013. години.<sup>72</sup> Слично је и са осталим параметрима. Велике турбуленције које је условила криза одразиле су се и на висину јавне потрошње, која је повећана у периоду након почетка кризе, са просечних 22,7 млрд долара 1992. године на 34,2 млрд долара у петој години од избијања кризе. Спољни дуг ових земаља је у петој години након избијања кризе (305,8 млрд долара)<sup>73</sup> био 1,7 пута већи у односу на пету годину пре избијања кризе (1992. године спољни дуг је износио 183,0 млрд долара). У структури спољног дуга је индикативно посматрати и учешће краткорочног дуга у укупном дугу и у односу на БДП, јер директно исказује кретање шпекулативног капитала. Учешће краткорочног дуга у укупном спољном дугу је пете године од отпочињања кризе било за 11 п.п. веће у односу на 1992. годину. Вредност краткорочног спољног дуга је 2013. године (222,4 млрд долара) била пет пута већа у односу на 1992. годину (41,7 млрд долара).

Већ почетком 1997. године долази до банкрота финансијских институција и корпорација у региону, након чега страни инвеститори почињу да повлаче финансијска средства. Нагли одлив капитала резултирао је смањењем вредности националних валута ових земаља. И поред предузетих рестриктивних мера монетарне политике, као и одржавања високих каматних стопа с циљем заустављања масовног одлива капитала, повлачење страног капитала је настављено уз нагле депресијације националних валута. Повлачење страног капитала, уз све лошије билансе стања банака и корпорација само је додатно појачало проблем моралног хазарда у региону, што је резултирало ангажовањем ММФ–а, Светске банке и других међународних институција<sup>74</sup> и увођењем нових правила, која су подразумевала, пре свега, гашење неликвидних банака, поштовање минималог нивоа адекватности капитала банака, вођење рестриктивне монетарне политике (политике високих каматних стопа и рестрикцијом у одобравању кредита), потребу смањења јавне потрошње у оквиру рестриктивне фискалне политике и реструктурирање корпоративног сектора.

<sup>72</sup> Све земље су 1998. године оствариле међугодишњи пад БДП–а по становнику: Индонезија за 14,4%, Филипини за 2,7%, Тајланд за 11,5%, Малезија за 9,6% и Јужна Кореја за 6,4%. Извор: Светска банка.

<sup>73</sup> У бази података Светске банке није расположив податак о спољном дугу Републике Кореје, те је приказана збирна вредност спољног дуга Индонезије, Тајланда, Малезије и Филипина.

<sup>74</sup> Азијска банка за развој, Владе САД, ЕУ и Јапана.

Програм опоравка, који је заступао ММФ, и појединачно потписао са појединим земљама,<sup>75</sup> садржао је девет главних циљева: 1) спречавање неиспуњења обавеза према иностраним повериоцима, 2) ограничење депресијације валута, 3) одржавање буџетске равнотеже, 4) ограничавање инфлације, 5) обнављање девизних резерви земаља, 6) реформисање и реструктурирање банкарског сектора, 7) демонополизација привреде и реформа домаћег нефинансијског сектора, 8) повраћај и одржање кредибилитета и поверења у економски систем земаља и 9) ограничење смањења нивоа националне производње. Осим основних циљева, у позадини програма опоравка, намера западних сила је била отворити тржишта ових земаља за капитал и робе из САД, ЕУ и Јапана, као и свргавање политичких режима (уз истицање проблема корумпираности и нерационалности економских политика), у циљу стварања стабилног амбијента који би обезбедио сигурност страног капитала у овим земљама. Пакет мера за помоћ ММФ–а обезбедио је средства у износу 112,0 млрд долара за Индонезију, Кореју и Тајланд, међутим, није спроведна контрола излазног штампеда улагача. Препоруке ММФ–а, за брзо повећање каматних стопа резултирале су даљом акумулацијом дуга као и великим бројем стечајева добростојећих приватних компанија, чиме су привреде југоисточне Азије још више загазиле у рецесиону фазу. Дакле, цео концепт реформи није резултирао испуњењем постављених циљева, с обзиром да је депресијација националних валута земаља настављена, уз драстично смањење капитализације берзи, и смањење БДП–а. Ова кретања су условила и смањење оцене кредитног рејтинга земаља Југоисточне Азије, чије су оцене снижене и након потписивања споразума са ММФ–ом.<sup>76</sup> Велики политички и економски ризик земаља уз неадекватну примену препоручених реформи резултирао је даљим погоршањем економске ситуације у региону. Према Мишкину (1999), слабе регулаторне структуре банкарског сектора у овим земљама нису могле да обезбеде адекватан надзор брзог раста кредита. Експанзија кредита је омогућена на основу караткорочног прилива страног капитала,

---

<sup>75</sup> Малезија је једина земља која је одбила помоћ ММФ–а и осталих међународних институција. У случајевима када дође до дестабилизације монетарне политике централна банка мора енергично реаговати. То доказује и случај Малезије, која је активирала огромне девизне резерве како би заштитила систем од деловања шпекулативног капитала и очувала монетарни систем. Ипак, за такву интервенцију неопходан је значајан ниво девизних резерви земље који, према препоруци ММФ–а, мора бити најмање на нивоу тромесечног увоза. Међутим, у ситуацији изразито нестабилне монетарне ситуације обим девизних резерви мора бити на знатно вишем нивоу. Међународне девизне резерве Малезије су смањене у периоду од 1993. године (28,2 млрд долара) до 1997. године (21,5 млрд долара).

<sup>76</sup> Према оценама три агенције, S&P, Moodys i FitchRatings кредитни рејтинг ових земаља је 1998. године био у зони нестабилан, погоршано нестабилан и недовољан, респективно. Поређења ради, 1993. године ове три агенције су кредитни рејтинг све четири земље држале у рангу високо профитабилне, мало ризичне и неризичне, респективно.



што је било праћено либерализацијом домаћих тржишта и укидањем контроле кретања капитала. Ово је повећало ризик пословања, ионако непозудних локалних банака и повећало притисак на девизне курсеве с обзиром да је највећи део зајмова био деноминираан у страниј валути. Последишно погоршање биланса стања банака је најкритичнији разлог и фактор избијања финансијске кризе. Рестрикција кредита, која је пратила колапс банкарског сектора земаља југоисточне Азије додатно је повукла ове земље у рецесију.

Неопходно је указати и на кретање агрегата СДИ, у периоду пре и након избијања кризе. СДИ представљају једно од средстава за подстицање економског раста, као и стабилан и дугорочни допринос расту националне привреде. Земље југоисточне Азије су пример како извозно оријентисане инвестиције повољно делују на економски раст.<sup>77</sup> Финансијска криза је показала да су СДИ биле знатно стабилније у односу на друге облике кретања капитала и хартија од вредности. Током кризе у југоисточној Азији прилив СДИ је био релативно стабилан у четири од пет источноазијских земаља које је најтеже погодила криза. Стабилност прилива СДИ зависи у највећој мери од повољне климе за пословање, посебно у периоду финансијске кризе. Криза је показала да су СДИ стабилне у периоду кризе, јер значајан пад вредности валуте смањује трошкове производње, што инвестициону климу земље чини атрактивнијом. Ако је пословна клима у земљи повољна, прилив СДИ ће бити стабилан, у противном ће се смањити. Време трајања кризе у највећој мери зависи од брзине решавања проблема. Кораци у решавању најчешће подразумевају стимулисање извоза и активности на повећању извозне конкурентности и компаративних предности земље. Прилив СДИ у одређене регионе у великој мери зависи од финансијске стабилности, али СДИ се најчешће одливају из земаља у којима владе споро решавају кључне проблеме пословне политике који узрокују кризу, као и када економска несигурност или продужена рецесија након кризе могу навести инвеститоре да одложе реализацију нових инвестиционих одлука или одустану од реализације инвестиција и смање

---

<sup>77</sup> И земље Латинске Америке су почетком осамдесетих година XX века искусиле финансијску кризу која је резултирала смањењем вредности валута и цене капитала, што није довело до стабилизације прилива СДИ као што се десило у југоисточној Азији деведесетих година XX века. Разлог представља чињеница да је овај пад био изазван делом и светском економском рецесијом која је довела до смањења глобалног протока СДИ. Пад вредности валута и цене капитала били су узроковани неповољном економском климом. За разлику од релативно либерализованих земаља југоисточне Азије касних деведесетих са ниском инфлацијом, Латинска Америка је осамдесетих година имала рестриктивну климу за стране директне инвестиције. Нестабилни макроекономски услови у овом делу света такође су деловали на одбијање страних инвеститора. Велика разлика у искуствима ова два региона управо указује на значај економске политике и инвестиционе климе у привлачењу СДИ, и брзини привредног опоравка.

вредност реинвестиране добити у земљи. Источноазијске земље су примениле низ мера економске политике у циљу привлачења СДИ. Осим тога значајан износ је уложен и у унапређење квалитета радне снаге. Овим је привучен значајан износ СДИ, чији је утицај на економски развој целог региона југоисточне Азије незанемарљив. Неопходно је нагласити да различити типови СДИ имају другачији економски утицај, при чему не постоји један тип СДИ који може послужити остваривању свих економских циљева једне земље.

### 3. Глобална финансијска криза

Глобална економска криза, која је уздрмала економије готово свих земаља света почетком XXI века, манифестовала се најпре у САД, јуна 2007. године,<sup>78</sup> иако су се прве назнаке кризе испољиле у фебруару исте године, када су хипотекарне финансијске институције почеле да пријављују пословање с губицима, и када је почела да опада вредност на тржишту акција, уз бројне поступке банкротства до тада водећих финансијских корпорација<sup>79</sup> који су уследили наредних година. Директан разлог настанка глобалне кризе је тржиште другоразредних хипотекарних зајмова у САД (енг. US subprime mortgage loans). Сагласност да је глобално финансијско тржиште проблематична карика у функционисању светске привреде, допринела је координисаном предузимању активности ради унапређења регулације. Септембра 2008. године америчка инвестициона банка „Леман Брадерс“ (енг. Lehman Brothers)<sup>80</sup> је банкротирала, јер Трезор САД није покрио настале губитке ове институције и сачувао је од банкротства. Овај преседан је учињен услед притиска да се треба поштовати начело слободног тржишта, односно, да власници сnose ризике сопствених пословних одлука, без притиска да порески обвезници покривају губитке настале услед несавесног пословања приватног сектора. Оваква одлука државних институција, резултирала је настанком панике и страхом од неликвидности. Тржиште новца је стало, банке нису биле спремне да одобравају нове кредите и готовину су чувале за ургентне ситуације. Стога је Влада САД променила одлуку и решила да подржи највећу осигуравајућу компанију „АИГ осигурање,“ (енг. American International Group, Inc – AIG).<sup>81</sup> која се суочила са ризиком солвентности јер је осигуравала емитоване хипотекарне обвезнице. Крахом тржишта обвезница није било могуће исплатити све осигуране износе. Оваква одлука повукла је за собом и реакције спасавања осталих инвестиционих банака, одобравањем кредита државе и добијањем учешћа у власништву или привременом праву управљања, како би се, након отклањања

---

<sup>78</sup> Губици су били значајно већи од првобитно процењених вредности. Прво банкротство, које се сматра уводом у настанак кризе, је престанак рада хипотекарне банке из Велике Британије „Northern Rock” јула 2007. године, која је била банка средње величине, те њен банкрот није истовремено изазвао реакције. Након тога је, у марту 2008. године, банкротирала пета највећа инвестициона банка САД „Bear Stearns“ коју је преузела „JP Morgan.“ Затим је уследило банкротство великог броја финансијских институција, међу којима и „Fannie Mae“ и „Freddie Mac“ које су кумулирале значајне износе портфолија хипотекарних хартија од вредности.

<sup>79</sup> NCFС (New Century Financial Corporation) основане 1995. године, АНМІQ (American Home Mortgage Investment Corporation) основане 1987. године, Accredited Home Lenders Holding Co.

<sup>80</sup> Линк: <http://www.lehman.com/>.

<sup>81</sup> Линк: [http://www.aig.com/about-us\\_3171\\_437773.html](http://www.aig.com/about-us_3171_437773.html).

опасности од банкрутства и повећањем ефикасности пословања, касније ови удели откупили. Међутим, тржишно понашање учесника већ је било под утицајем панике и страха, јер су тржишни субјекти били свесни да је на помолу криза која ће ескалирати. Неликвидност на финансијском тржишту је расла, капитал банака је еродирао због лоших пласмана. Велике банке из Европе, које су у свом портфолију имале хартије од вредности из САД, као и банке из Јапана, Русије и Кине, и других источноазијских земаља сусреле су се с нарастајућим опасностима неликвидности и несолвентности. На берзама се појавила велика понуда акција уз значајне дисконте, обвезнице су дисконтоване по све већим стопама, као и услед продаје преостале активе која се могла конвертовати у готовину. Истовремено се инвеститори повлаче и са мање развијених тржишта услед страха да је извешан крах берзи, чиме се кумулирао капитал инвеститора широм света. Државне хартије од вредности САД су представљале једини, довољно велики, полигон за улагање који је могао апсорбовати расположиву количину финансијских средстава. Иако је финансијски сектор САД био у кризи, велики прилив капитала за тако кратак период могле су да апсорбују само државне хартије од вредности САД. Сигурност је представљала чињеница да је долар светска резервна валута, што је подразумевало и да је најмање ризичан избор за улагање. Овим је настао својеврстан парадокс повлачења средстава и улагања, на истом простору.

После финансијске кризе која је 1997. године захватила југоисточну Азију а касније и цео регион, настале као реакција на изненадни престанак прилива страног капитала, многе земље погођене турбуленцијама одлучиле су се за стратегију акумулирања девизних резерви.<sup>82</sup> Примарни циљ ових земаља је био да се заштите од екстерних шокова и осигурају стабилност биланса плаћања текућег рачуна. Кина је усвојила модел раста базиран на извозу, а не на домаћој потрошњи. Овакав начин кумулирања финансијског капитала временом је довео до значајног износа суфицита на текућем рачуну.<sup>83</sup> На овај начин кумулирана штедња премашивала је инвестиционе потребе тих земаља и потреба за даљим усмеравањем вишкова резултирала је улагањем у сигурне инвестиционе пројекте развијених земаља, пре свих САД. Овакав додатни прилив капитала који је финансирао амерички дуг, реализован је услед

---

<sup>82</sup> Посебно Сингапур, Хонг Конг, Кина, Јужна Кореја, Тајван.

<sup>83</sup> Према подацима ММФ-а, суфицит текућег рачуна Кине је 1997. године износио 40,4 млрд долара, и постепено је смањиван до 2001. године када је износио 17,4 млрд долара. Након тога, суфицит текућег рачуна Кине бележи константан раст до 2008. године када је износио 420,6 млрд долара. Под утицајем глобалне економске кризе у периоду до 2011. године опада на 136,1 млрд долара, након чега следи период раста до 182,8 млрд долара у 2013. години. Према пројекцијама ММФ-а очекује се даљи раст суфицита текућег рачуна Кине до 484,1 млрд долара у 2020. години. Извор: ММФ.

процене да је атрактивније и профитабилније финансирати америчке обвезнице, него домаће развојне пројекте, који су у том периоду носили већи ниво ризика. Основни фактор настанка кризе је у томе што су на овај начин заправо финансирани непродуктивни облици потрошње, што је додатно допринело креирању балона на америчком тржишту некретнина који је резултирао крахом тржишта 2007. године. То је основни смер који повезује ове две кризе. На другој страни, оваквом улагању након 1999. године је допринео процес дерегулације финансијског тржишта у САД, након укидања познатог Глас–Стигеловог закона (енг. Glass–Steagell Act), којим је 1933. године одвојено комерцијално од инвестиционог банкарства на америчком тржишту. Међутим, ова кретања нису резултирала растом дугорочних каматних стопа. Услед раста прилива капитала, дугорочне каматне стопе нису пратиле раст краткорочних каматних стопа и биле су на ниском нивоу, што је онемогућавало монетарну реакцију у виду затезања. Јефтино задуживање омогућавало је САД да обнављају новчана средства и троше више него што зарађују, као и да увозе више у односу на извоз, што је резултирало великим растом дефицита текућег рачуна платног биланса,<sup>84</sup> услед раста спољнотрговинског дефицита, као и растом јавног дуга.<sup>85</sup> Азијске земље, посебно Кина, све више су повећавале ниво својих девизних резерви чиме су реализовале циљ одржавања стабилног курса у односу на амерички долар, одржавајући високу ценовну конкурентност, услед ниских трошкова радне снаге и улагајући акумулиране резерве у амерички јавни дуг. Ово је резултирало великим дисбалансима у међународној економији, при чему је Кина на крају 2014. године располагала са 3,9 билиона долара девизних резерви<sup>86</sup> и 209,8 млрд долара<sup>87</sup> суфицита у текућем рачуну платног биланса, што износи 2,0% БДП.<sup>88</sup> Ниске каматне стопе, склоност преузимању ризика и велике инвестиције подржавали су даљи раст цена некретнина, што је заправо представљало балон који је резултирао настајањем кризе, када се све преокренуло наглим смањењем цена у 2008. години.

---

<sup>84</sup> Дефицит текућег рачуна платног биланса САД, од 1991. године (2,9 млрд долара) бележи тренд повећања у периоду до 2007. године када је достигао 806,7 млрд долара. Извор: ММФ.

<sup>85</sup> Јавни дуг САД је 2001. године износио 53% БДП–а, при чему бележи умерен раст до 2007. године, када достиже 64% БДП–а, а након тога креће рапидан пораст до 103,4% БДП–а у 2013. години (IMF).

<sup>86</sup> Девизне резерве Кине, укључујући и злато, 2014. године су достигле 3.900.039.358.441,22 долара. Извор: IMF World Economic Outlook (WEO), 2015. године.

<sup>87</sup> Према проценама ММФ–а, очекује да даљи раст суфицита текућег рачуна платног биланса Кине у периоду до 2020. године када је процењен износ од 484,1 млрд долара. (IMF, 2015).

<sup>88</sup> Процењена вредност учешћа суфицита текућег рачуна у БДП–у у 2015. години је 3,2%, при чему се очекује да ће се у периоду до 2020. године одржати учешће од око 3,0% БДП–а. (IMF, 2015)

Механизам преливања кризе на остатак света, односно на развијене земље и земље у развоју одиграо се директним и индиректним путевима, услед сложених спона међународне испреплетаности финансијских институција. Наиме, банке развијених земаља Европе, биле су активни учесници на хипотекарном тржишту САД, услед чега се криза веома брзо осетила и на европском континенту, и испољила кризом јавног дуга у великом броју земаља Европе. На другој страни, преливање кризе на финансијски систем земаља у успону и развоју (и земаља у транзицији) реализован је углавном посредним путем, услед чињенице да је банкарски систем ових земаља у највећој мери у рукама страних банака, чије су матичне филијале у развијеним земљама, што је условило смањен прилив капитала у земљама у транзицији. И поред брзих и координисаних интервенција централних банака развијених земаља, постало је јасно да се криза ликвидности на хипотекарном тржишту прелила на цео финансијски сектор, па и остале секторе привреде и прерасла у кризу поверења и финансирања пословних процеса широм света. Прве економски мерљиве манифестације кризе појавиле су се у августу 2007. године, а након годину дана наступила је рецесија светске привреде,<sup>89</sup> неуједначеним темпом у појединим групацијама земаља, зависно од нивоа развијености. Једна од првих, мерљивих, назнака кризе је смањење вредности водећег индекса финансијских институција Standard and Poor's 500 (S&P 500), који је за два и по месеца, од половине октобра 2007. године до почетка јануара наредне године, изгубио око 20% вредности,<sup>90</sup> и поред подршке ликвидности монетарних власти.

Рефлексија кризе на тржиште Европе, кроз раст јавног дуга великог броја земаља услед немогућности отплате обавеза по основу државног дуга посебно је погодила задужене земље Медитерана, Грчку, Португалију, Италију и Шпанију, као и Ирску. Стопа економског раста у овим земљама није била довољна за редовно

---

<sup>89</sup> Под рецесијом глобалне привреде, подразумева се смањење глобалне производње (аутпута), исказане путем кретања БДП-а. У терминима мерења појма рецесије, у макроекономском смислу, рецесија означава раздобље од најмање два узастопна тромесечја, током којег један привредни систем бележи опадање БДП-а. Према подацима међународних институција и база података којима располажу, прве знаке кризе виде се у међукварталним и међугодишњим сопама раста на глобалном нивоу и појединих земаља, као и група земаља. Према подацима Уједињених нација (UNCTAD), просечна годишња стопа раста на глобалном нивоу 2007. године износила је 3,97%, 2008. године 1,46%, након чега је 2009. године регистровано смањење глобалне производње од -2,01%. Развијене земље америчког континента су оствариле раст од 1,79% 2007. године, док је 2008. године забележено смањење -0,19%, а 2009. године од -2,78%. У САД је 2007. године регистрован раст БДП-а од 1,76%, док је 2008. године забележено смањење од -0,3%, а 2009. године од -2,76%. Подаци за ЕУ28 показују да је привредни раст у 2007. години износио 3,1%, 2008. године 0,48%, док је смањење БДП-а 2009. године износило -4,41%. Извор: UNCTADstat.

<sup>90</sup> Вредност индекса S&P 500 је 1. октобра 2007. године на затварању била 1.549,38 поена, након чега је уследио пад вредности индекса до најниже вредности 1. фебруара 2009. године на 739,09 поена на затварању. Извор: <http://eu.spindices.com/>.

сервисирање обавеза, што је значајно угрожавало и финансијске системе земаља кредитора (превасходно Немачку). Отежана наплата потраживања додатно је отежавала позицију европских банака, које су се суочавале са великим ризиком несолвентности. Владе европских земаља су, како би избегле сценарио колапса система услед опасности банкрутства банака, значајне износе средстава кроз процес докапитализације улагале у банке. Улагање средстава у посрнуле финансијске системе у комбинацији са успореним привредним растом у периоду 2008–2009. године, резултирало је настајањем кризе јавног дуга у Европи.<sup>91</sup> Реакција инвеститора на раст учешћа јавног дуга у БДП–у ових земаља, била је захтев за већим приносом на обвезнице ради даљег улагања, што је резултирало већим растом исплата по основу камата и целокупног дуга као и укључивањем ЕУ и Европске централне банке (ЕЦБ) у решавање целог процеса. У оваквом економском амбијенту и институтционалном уједињавању ка покушају решавања проблема, расте стопа приноса на нове емисије државних обвезница, које су све више емитоване с разлогом рефинансирања постојећих дугова и обезбеђења средстава ради покрића дефицита државе. Овакв сценарио резултирао је мултипликујућим ефектом по даљи раст јавног дуга и приноса на обвезнице. То је захтевало реакцију институција ЕУ ради системског приступа проблему. Европска унија је у јуну 2010. године основала Фонд за европску финансијску стабилност (енг. European Financial Stability Facility – EFSF),<sup>92</sup> с циљем помоћи и обезбеђења средстава земаљама у финансијским тешкоћама. Европска централна банка је обезбедила кредите по ниским каматним стопама и подршку рефинансирању скувих кредита.<sup>93</sup> Уз захтеване мере штедње, које су подржале међународне институције и наметали кредитори, привредни раст је знатно успорен и велики број земаља је ушао у рецесију. Оваква кретања у реалном сектору привреде, уз смањење поверења у финансијски систем даље су резултирала продајом ризичних пласмана инвеститора и повећаном тражњом за обвезницама добростојећих и развијених привреда, земаља којима није претила криза јавног дуга и чије су јавне финансије биле стабилне.

Увођењем евра, омогућен је велики прилив капитала из северних у јужне земље еврозоне, што је изазвало инфлаторни кредитни мехур, смањење конкурентности и

---

<sup>91</sup> Проблем јавног дуга је најизраженији у Грчкој, чији је дуг вишеструко већи од БДП–а. Учешће грчког дуга опште државе у БДП–у 2007. године износило је 102,8%, након чега нагло расте до 174,9% БДП у 2013. години. Извор: ММФ.

<sup>92</sup> Линк: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>.

<sup>93</sup> Извор: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>.

земље учинило осетљивим на финансијску кризу, која се прелила из САД 2007. и 2008. године. Како се приватни капитал повлачио из јужних земаља, ЕЦБ је одобравала кредите штампањем новца у локалним ковницама новца. Тиме је ЕЦБ постала изложена ризицима инвестирања и отпочела је акција међудржавних операција спасавања која је обезбеђена заменом кредита за кредит ЕЦБ, што је надоместило недостајуће приватне кредите. Интервенције су заобишле правна ограничења утврђена Мастрихстким уговором који је, у одсуству европске савезне државе, гарантовао веома ограничен манадат ЕЦБ. Ове интервенције су креирале стазу зависности, која је од парламената креирала извршиоце Управног савета ЕЦБ (Sinn, 2014). Последице глобалне кризе се осећају и у деветој години од њеног почетка. На макроекономском нивоу посматрано, најзначајније последице су рецесија привреде и смањење светског БДП–а, раст незапослености, смањење вредности међународне трговине као и смањена вредност СДИ на глобалном нивоу. Смањена је ликвидност финансијског и нефинансијског сектора привреде. У наредној табели је приказан утицај кризе на макроекономске агрегате, преко кретања БДП–а по становнику у петогодишњем периоду пре избијања кризе, затим у годинама кризе и петогодишњем периоду након избијања кризе. Агрегат је приказан за цео свет, али и групе развијених, земаља у развоју и транзицији, уз податке за САД и ЕУ28. БДП по становнику од 2002. године на свим економским територијама бележи раст, при чему је 2012. године био 1,9 пута већи у односу на 2002. годину, посматрано на нивоу глобалне привреде.<sup>94</sup> Међутим, све економске целине су у 2009. години имале мању вредност БДП по становнику у односу на 2008. годину, при чему је у развијеним земљама остварен међугодишњи пад БДП–а по становнику од 4,2% 2009. године, у земљама у транзицији од 6,7%, док је у свету регистровано смањење од 3,2%.

**Табела 2.3 БДП по становнику, у односу на годину отпочињања кризе (у доларима)**

(у текућим ценама)	T <sub>(-5)</sub> 2002.	T <sub>(-1)</sub> 2006.	T <sub>(0)</sub> 2007.	T <sub>(+1)</sub> 2008.	T <sub>(+2)</sub> 2009.	T <sub>(+5)</sub> 2012.
Свет	5.482	7.762	8.633	9.347	8.763	10.411
Развијене земље	26.994	36.409	39.634	41.767	39.152	42.695
Земље у развоју	1.460	2.466	2.901	3.341	3.255	4.607
Земље у транзицији	1.667	4.573	5.986	7.641	5.781	9.172
САД	37.574	45.753	47.366	47.714	46.334	50.626
ЕУ 28	19.718	30.484	35.130	37.692	33.601	33.810

Извор: УН, ММФ База података, Светска банка.

<sup>94</sup> У ЗУТ је БДП по становнику 2012. године био 5,5 пута већи у односу на 2002. годину а 3,2 пута већи у земљама у развоју, респективно. Извор: Подаци УН.



У наредној табели су приказане кварталне стопе раста БДП–а од 2007. године, у односу на претходни квартал исте године и исти квартал у претходној години. Уочљиво је да је набрже међуквартално смањење БДП–а остварено у трећем кварталу 2008. године и првом кварталу 2009. године, на нивоу глобалне привреде. Знатно динамичније међуквартално смањење БДП–а забележено је у последњем кварталу 2007. године у САД, као и у другом кварталу 2008. године у ЕУ28.

**Табела 2.4 Квартална динамика реалног БДП–а (у %), у периоду од почетка кризе**

		(У односу на претходни квартал)			(У односу на исти квартал претходне године)		
		ОЕЦД	САД	ЕУ28	ОЕЦД	САД	ЕУ28
2007	I кв.	0,62	0,06	0,78	2,7	1,24	3,47
	II кв.	0,71	0,77	0,63	2,7	1,71	3,07
	III кв.	0,57	0,67	0,62	2,9	2,30	3,09
	IV кв.	0,65	0,36	0,56	2,6	1,87	2,62
2008	I кв.	0,09	-0,68	0,50	2,0	1,11	2,33
	II кв.	-0,03	0,50	-0,22	1,3	0,84	1,46
	III кв.	-0,47	-0,48	-0,68	0,2	-0,31	0,16
	IV кв.	-2,17	-2,11	-1,92	-0,26	-2,77	-2,31
2009	I кв.	-2,21	-1,39	-2,68	-4,8	-3,46	-5,40
	II кв.	0,16	-0,13	-0,23	-4,6	-4,06	-5,41
	III кв.	0,57	0,33	0,30	-3,6	-3,28	-4,48
	IV кв.	0,88	0,97	0,47	-0,6	-0,24	-2,16
2010	I кв.	0,68	0,43	0,46	2,3	1,60	1,00
	II кв.	1,07	0,97	1,00	3,2	2,72	2,24
	III кв.	0,71	0,68	0,54	3,4	3,08	2,49
	IV кв.	0,62	0,63	0,46	3,1	2,73	2,48
2011	I кв.	0,18	-0,39	0,81	2,6	1,89	2,84
	II кв.	0,36	0,73	0,13	1,9	1,65	1,95
	III кв.	0,60	0,21	0,11	1,8	1,18	1,52
	IV кв.	0,49	1,13	-0,22	1,6	1,68	0,83
2012	I кв.	0,39	0,66	-0,12	1,8	2,75	-0,10
	II кв.	0,17	0,47	-0,22	1,7	2,49	-0,44
	III кв.	0,08	0,12	0,02	1,1	2,39	-0,54
	IV кв.	-0,01	0,02	-0,40	0,6	1,28	-0,72
2013	I кв.	0,41	0,47	-0,03	0,6	1,09	-0,62
	II кв.	0,40	0,28	0,42	0,9	0,90	0,01
	III кв.	0,62	0,74	0,36	1,4	1,52	0,35
	IV кв.	0,54	0,94	0,32	2,0	2,45	1,08
2014	I кв.	0,29	-0,23	0,33	1,9	1,73	1,44
	II кв.	0,40	1,12	0,25	1,9	2,59	1,28
	III кв.	0,60	1,05	0,38	1,8	2,91	1,30
	IV кв.	0,51	0,51	0,49	1,8	2,47	1,47

Извор: ОЕЦД. Линк: OECD (2015), Quarterly GDP (indicator). doi: 10.1787/b86d1fc8-en (Accessed on 04 October 2015).

Динамика кретања кварталног БДП–а, у односу на исти период претходне године, показује сличне тенденције, при чему оба параметра указују да се криза најпре

манифестовала смањењем кварталног БДП–а у САД, а затим ЕУ28 и чланицама ОЕЦД, док се под утицајем кретања у земљама у развоју и земљама у успону, знатно спорије одразила на међугодишње квартално кретање БДП–а на глобалном нивоу. Најпре је регистровано међугодишње смањење реалног БДП–а САД, 2008. године у трећем кварталу уз пад 0,31% (при чему су међуквартална смањења регистрована у првом и трећем кварталу), а у ЕУ28 током четвртог квартала 2008. године (-2,31%), које је одржано у двогодишњем периоду (међуквартално смањење је регистровано у другом кварталу 2008. године и трајало је током пет узастопних квартала до трећег квартала 2009. године када је забележен раст БДП). У земљама ОЕЦД прво смањење је регистровано у четвртом кварталу 2008. године.

И кретање осталих макроекономских параметара указује на погоршање основних индикатора након избијања кризе (Табела 2.5). Раст инфлације у ЕУ28 је почео у августу 2007. године и трајао је до јула 2008. године, што се поклапа са периодом раста инфлације у САД. Међутим, нагли пад тражње који је уследио на овим тржиштима резултирао је смањењем цена од краја 2008. године.

Незапосленост је у САД и ЕУ28 постала горући проблем, при чему је ова област актуелна тема економских политика многих влада на глобалном нивоу. У САД је велики талас отпуштања радника отпочео у марту 2008. године, када је незапосленост износила 9,27% расположиве радне снаге у 2009. години. У ЕУ је, такође, забележен нагли раст незапослености од марта 2008. године<sup>95</sup> под утицајем глобалне економске кризе након чега расте у периоду до 2013. године.

Текући рачун платног биланса, као мера спољнотрговинских трансакција са иностранством, бележи нагло погоршање након 2007. године, са учешћем у БДП које је два пута повећано у САД у односу на 2006. годину, односно чак три пута у ЕУ28 у односу на 2002. годину. Вредност дефицита текућег рачуна платног биланса САД је достигла максимум од 806,7 млрд долара 2006. године, док је у 19 држава еврозоне највећи дефицит остварен 2008. године (211,1 млрд долара), након чега се смањивао до 2013. године када је остварен суфицит у вредности 302,4 млрд долара.

---

<sup>95</sup> Неопходно је напоменути да је стопа незапослености у ЕУ у периоду 2001–2003. године благо порасла (за 0,7 п.п.), при чему је 2004. године регистрован нагли раст незапослености услед пријема нових чланица (Чешка Република, Мађарска, Словачка, Словенија, Летонија, Литванија, Пољска, Естонија, Малта и Кипар). Након тога је одржан тренд смањења незапослености до 2007. године и почетка утицаја глобалне економске кризе на нови талас раста незапослености.

**Табела 2.5 Макроекономски индикатори**

<b>Индикатори:</b>	<b>T<sub>(-5)</sub> 2002.</b>	<b>T<sub>(-1)</sub> 2006.</b>	<b>T<sub>(0)</sub> 2007.</b>	<b>T<sub>(+1)</sub> 2008.</b>	<b>T<sub>(+2)</sub> 2009.</b>	<b>T<sub>(+5)</sub> 2012.</b>	<b>T<sub>(+6)</sub> 2013.</b>
<b>БДП (раст у %)</b>							
Свет	2,1	4,1	3,9	1,5	-2,1	2,3	2,4
ОЕЦД	1,69	3,18	2,69	0,25	-3,44	1,31	1,43
САД	1,79	2,67	1,78	-0,29	-2,78	2,32	2,22
ЕУ28	1,4	3,67	3,35	0,71	-4,32	-0,41	0,12
<b>Потрошачке цене (у %)</b>							
Свет	3,0	4,3	5,0	9,0	2,9	3,7	2,7
ОЕЦД	2,75	2,64	2,50	3,68	0,51	2,25	1,61
САД	1,59	3,23	2,85	3,84	-0,36	2,07	1,46
ЕУ28	2,53	2,31	2,37	3,66	0,98	2,64	1,51
<b>Стопа незапослености (у % укупно расположиве радне снаге)</b>							
Свет	6,5	5,9	5,5	5,7	6,3	6,0	6,0
ОЕЦД	...	6,04	5,58	5,91	8,06	7,91	7,86
САД	5,78	4,62	4,62	5,78	9,27	8,07	7,38
ЕУ28	...	8,17	7,16	6,99	8,91	10,47	10,81
<b>Салдо текућег рачуна (у % БДП)</b>							
Свет	...	...	...	...	...	...	...
ОЕЦД	...	...	...	...	...	...	...
САД	-4,17	-5,82	-4,97	-4,69	-2,66	-2,78	-2,26
Евро зона (19)	0,62	-0,20	0,04	-1,52	-0,21	1,41	2,31
<b>Улазне СДИ (у % БДП)</b>							
Свет	1,8	4,1	5,2	3,8	2,2	2,5	2,6
ОЕЦД	1,74	2,63	3,24	2,41	1,59	1,23	1,3
САД	0,77	1,76	1,53	2,11	1,04	1,02	1,15
ЕУ28	3,22	3,86	5,43	3,20	2,38	1,26	1,38

Извор: Подаци ОЕЦД. Линкови: БДП: за САД ОЕЦД (2015), Real GDP forecast (indicator). OECD (2015), Real GDP forecast (indicator). doi: 10.1787/1f84150b-en (Accessed on 04 October 2015) и за ЕУ28 ММФ; Инфлација: ОЕЦД (2015), Inflation (CPI) (indicator). doi: 10.1787/eee82e6e-en (Accessed on 04 October 2015); Незапосленост: ОЕЦД (2015), Unemployment rate (indicator). doi: 10.1787/997c8750-en (Accessed on 04 October 2015); Текући рачун платног биланса: ОЕЦД (2015), Current account balance (indicator). doi: 10.1787/b2f74f3a-en (Accessed on 04 October 2015); нето прилив СДИ: ОЕЦД (2015), FDI flows (indicator). doi: 10.1787/99f6e393-en (Accessed on 04 October 2015).

Оваква кретања су подржана и успореном динамиком кретања нето прилива СДИ у периоду након избијања глобалне кризе. Док је учешће нето прилива СДИ у БДП на нивоу ЕУ28 2002. године износило 3,2%, у 2008. години је смањено на 2,4%, да би 2012. године било најниже у посматраном периоду (1,3% БДП-а). Нето прилив СДИ је био најнижи у петој години од отпочињања кризе 2012. године, када је износио 209,2 млрд долара (четвороструко мање у односу на 2008. годину када је прилив износио 538,5 млрд долара). Након тога је, у периоду умереног опоравка, у САД је учешће нето прилива СДИ у БДП смањено у другој (2009. године је износило 1,1% БДП) и петој години (2012. године је износило 1,0% БДП) након избијања кризе, при чему се од

2013. године бележи постепен раст. Вредност нето прилива СДИ у 2012. години износила је 166,4 млрд долара, што је готово преполовљено у односу на нето прилив СДИ од 310,1 млрд долара, колико је остварено 2008. године.

#### 4. Узроци глобалне финансијске кризе

Процес глобализације, уз либерализацију робне размене и финансијских токова, водио је убрзаним токовима размене и повезивања привреда широм света. Криза је настала услед глобалних околности на међународном тржишту капитала које су, у спрези са дозвољеним активностима на микро нивоу, водили расту без подлоге у реалном сектору привреде. Посебно се наглашава одвајање и осамостаљивање финансијских у односу на реална тржишта, као и потпуно одвајање финансијског пословања од реалне привреде. Овome је посебно водило све мање учешће реалног обезбеђења у одобреним кредитима и раст финансијских делатности, уз брзо мултипликовање одобрених кредита ка већој потрошњи и одобравању нових трансих зајмова. Цео процес је омогућен креирањем једноставних шема осигурања кредита путем свопова кредитног неизвршења (енг. credit default swap – CDS),<sup>96</sup> чиме је започет готово бесконачни раст реосигурања кредита и тржишта свопова. Тиме је покренут вртлог ширења шпекулативног и фиктивног капитала. Настанак глобалне финансијске кризе се везује за процес финансијске револуције, у смислу неконтролисаног развоја финансијских иновација, технолошког напретка и процеса финансијске либерализације и дерегулације. Према хипотези о финансијској нестабилности америчког економисте Минскија (1992), глобална економска криза је настала услед недовољног разумевања технолошке револуције, што је, у комбинацији са либерализационим политикама водило финансијској револуцији која је злоупотребљена. Развој финансијских иновација се одвијао стихијски, и најчешће је био повезан с бројним злоупотребима. Оваквом амбијенту развоја недостајала је регулаторно–супервизорска потпора и учешће системске контроле. Бројни узроци настанка глобалне финансијске кризе могу се сегментирати на основу неколико параметара, у зависности да ли се цео процес анализира са микро или макроекономског аспекта.

Основни фактор, уједно и најједноставније визуелизован узрок глобалне финансијске кризе, представља функционисање другоразредног хипотекарног тржишта

---

<sup>96</sup> Своп кредитног неизвршења који представља уговор између две стране, ради размене токова новца у случају кредитног догађаја повезаног са дужничким обавезама треће стране, а не уговорног партнера у своп трансакцији. Према овом уговору, купац заштите у дефинисаним интервалима плаћа фиксну провизију продавцу заштите. Продавац се обавезује да ће извршити плаћање купцу, у случају наступања кредитног догађаја који погађа обавезе треће стране која је специфицирана у трансакцији, односно корисника кредита. Услови исплате су прецизно дефинисани, а обично се односе на неизвршење обавезе плаћања, стечај корисника кредита, или неки други догађај који нарушава редовну отплату по кредиту. Плаћање доспева када наступи кредитно неизвршење, које се може обавити новцем (исплатом разлике између пуне номиналне и текуће вредности основне обавезе, или се основна актива/имовина може испоручити продавцу заштите у замену за номиналну вредност, умањену због кредитног догађаја).

(engl. sub-prime mortgage markets) у САД.<sup>97</sup> Међутим, овај фактор кризе заправо представља последицу деловања широке палете умрежених политика, односа и правила у финансијском систему, које је сложено докучити с обзиром да су последица околности које су трајале више деценија. Дакле, паралелно је деловао већи број фактора почев од владајуће економске доктрине, недовољно квалитетне регулативе и супервизије финансијских институција до брзог развоја финансијских иновација, које су дозвољавале шпекулативне активности растућем броју учесника у финансијском систему. Ескалација кризе је настала услед пропуста у функционисању система регулаторног оквира, што је резултирало настанком неконтролисаних ризика и крахом финансијског система, и довело до рецесије привреда развијених земаља, у првом таласу. У финансијском систему нису били детаљно регулисани сви инструменти и учесници, тако да су банке ризичне кредите процесом секјуритизације, пребацивале на недовољно уређено тржиште хартија од вредности и проширивале кредитну активност на већи број учесника. Услед неефикасне регулације инструмената за осигурање кредитног ризика треће стране, и стимулативних оцена рејтинг агенција које су високо вредновале емитоване хартије од вредности, услови на тржишту су погодовали настанку финансијске кризе.

Последица глобалне повезаности финансијских тржишта је, управо, преливање финансијске кризе из САД у остале земље широм света. Глобална економска криза се одразила на кретање основних макроекономских перформанси глобалне привреде и појединих региона различитим темпом. Криза се најпре манифестовала у САД, које је погодила велика рецесија услед смањења кредита, наглог пада цена некретнина и акција, као и велика неизвесност у погледу реалног остварења економских пројекција. Поремећаји који су погодили тржиште САД, различитом брзином су се прелили на остатак света, и путем различитих механизма погодили поједине регионе широм света.<sup>98</sup> Механизам преливања кризе отпочео је проблемима с којима су се суочиле

---

<sup>97</sup> Израз „другоразредни“ се односи на ризичне кредите које су банке одобравале клијентима с лошим и ризичним кредитним рејтингом, од краја деведесетих година двадесетог века. Један од највећих проблема је управо чињеница да економска наука није у довољној мери изучила механизме којима финансијски акцелератор одражава на микроекономском нивоу. Ове кредите је тешко прецизно дефинисати с обзиром да су одобравани клијентима слабије способности отплате кредита и бележе у просеку три пута већу стопу неплаћања у односу на хипотекарне кредите већег квалитета.

<sup>98</sup> Криза је земље азијског континента, које нису биле директно изложене кризи хипотекарних кредита, погодила падом глобалне трговине чиме је значајно нарушен раст ових земаља заснован на извозу. Финансијски системи САД и Европе су задобили тежак ударац, као и индустријска производња услед наглог смањења тражње за трајним потрошним добрима. Земље у транзицији Европе и ЗНД (Заједница независних држава), у великој мери су погођене смањеним приливом капитала из иностранства на чему је засниван њихов раст у периоду пре кризе. Земље Латинске Америке су биле погођене и смањењем

иностране банке које су се бавиле пословима са хипотекарним заложницама и биле присутне на америчком финансијском тржишту. Глобална финансијска криза је, након преливања у остале развијене тржишне привреде, путем два механизма утицала на успоравање привредног раста у тржишним привредама у развоју и земљама у транзицији. Смањен прилив капитала у земље Централне и Источне Европе, којим се поскупљује задуживање, први је канал негативног деловања на привреду, док други канал представља смањење извоза, услед успоравања привредног раста светске привреде, односно развијених земаља, које су водећи спољнотрговински партнери земаља у развоју и транзицији. Ови фактори су, уз смањење домаће тражње, негативно деловали на производњу, извоз, инфлацију и девизни курс у земљама, при чему је ефекат кризе различито деловао на реални и финансијски сектор земаља у транзицији. Под налетом негативног утицаја глобалне кризе на све економије у свету, капацитет појединих земаља да се изборе с кризом, исказивао се великим бројем индикатора, попут зависности од прилива страних директних инвестиција, зависности од извоза, вредности дефицита биланса текућих трансакција, спољног дуга и других.

Према Емилиос Авгуеласу (2012: 89), узроци настанка кризе се могу сагледати с аспекта макроекономских и фактора кризе на микро нивоу. Наглашено је пет основних макроекономских узрока настанка кризе, који се донекле преклапају:

- Први обухвата експанзивну монетарну политику и спољнотрговинске неравнотеже, који су водили креирању услова за глобалну финансијску кризу, с обзиром да су директно проузроковали раст мехура имовине и повећање ирационалног богатства. Међународна трговинска либерализација је водила акумулацији великих трговинских суфицита земаља у развоју,<sup>99</sup> који нису могли бити инвестирани у неразвијене финансијске системе, као и високе стопе штедње у земаљама попут

---

трговине и финансијским каналима. Земље Блиског истока су биле погођене падом цена енергетских ресурса, док су земље Африке биле суочене с потенцијално мањим приливом помоћи из иностранства и смањењем цена робе.

<sup>99</sup> Према подацима Уједињених нација, трговински биланс земаља у развоју од 1999. године бележи константан раст суфицита. Трговински суфицит земаља у развоју у размени робе и услуга 2013. године је износио 177,6 млрд долара, што представља 63% суфицита оствареног 2007. године (280,0 млрд долара), који је највећа вредност суфицита у посматраном периоду. Вредност суфицита по периодима је приказана за: 1999–2001. годину 104,5 млрд долара, 2004–2006. године 387,9 млрд долара, 2007–2009. године 496,9 млрд долара, 2008–2010. године 441,8 млрд долара, 2010–2011. године 504,3 млрд долара а 2011–2013. године износио 515,8 млрд долара. Просечан годишњи раст извоза земаља у развоју је у периоду 2010–2013. године износио 8,9%, односно у периоду 2000–2005. године 14,4%. Извор: „UNCTAD Handbook of Statistics 2014“ United Nations Conference on Trade and Development, United Nations, 2014.

Кине.<sup>100</sup> Вишкови средстава су углавном били улагани посредством финансијских тржишта САД, чиме је финансиран спољнотрговински дефицит САД, али је улагано и у хартије од вредности посредством тзв. послова банкарства у сенци (енг. shadow banking).<sup>101</sup> Овакав сценарио на глобалном нивоу, додатно је погоршавала експанзивна монетарна политика, којом је путем ниских каматних стопа и недостатка било какве контроле повећана доступност кредита широким слојевима популације. Експанзивна монетарна политика у периоду од 2000. године, којом је креиран вишак ликвидности, вођена је под утицајем „Џексон Хол“ консензуса као и услед недовољно јасних релација о кретању и међузависности кретања економских агрегата;<sup>102</sup>

Други фактор је концепт владиних политика о промовисању стамбене изградње, који је имао катастрофалне последице,<sup>103</sup> као и концепт националног промовисања једнодимензионалног приступа развоју и претежно ослањање на једну или две индустријске гране.<sup>104</sup> Наиме, јавне политике западних земаља су промовисале убрзање привредног раста и креирање нових радних места. Осим тога, владина политика у САД је била усмерена ка убрзаној експанзији кредита, што је водило шпекулативном расту цена имовине и презадужености сектора домаћинства. Политика кредитне експанзије је вођена због смањења реалних зарада и стагнирања дохотка средње класе у САД<sup>105</sup> као и све веће неједнакости у друштву. Политика је била усмерена ка олакшаном приступу изворима финансирања за сиромашне, с циљем повећања квалитета живота и креирањем могућности за лакше стицање

---

<sup>100</sup> Укупне девизне резерве Кине су 1995. године износиле 80,3 млрд долара, а у периоду од 2002. године бележе нагли раст са 297,8 млрд долара на 3.880,0 млрд долара у 2013. години. Извор: База података ММФ.

<sup>101</sup> Термин објашњава послове банкарског система у сенци, који представљају потенцијални ризик системског карактера по сваки финансијски систем. То је недовољно регулисани сектор који обухвата пословање различитих финансијских посредника чије је пословање нетранспарентно и не подлеже постојећој регулативи.

<sup>102</sup> Централне банке су одржавале ценовну стабилност, али је постојало погрешно уверење да је тржиште некретнина имуно на економске циклусе и да ће наставити раст независно од кретања БДП-а.

<sup>103</sup> Политика стамбене изградње у САД.

<sup>104</sup> Пример представља економски развој Ирске, у којој је стимулисан развој тржишта некретнина и банкарског сектора, или Шпаније у којој је посебно стимулисан развој грађевинске индустрије. Осим ових земаља и Исланд је посебно промовисао експанзију индустрије финансијских услуга.

<sup>105</sup> Подаци о кретању дохотка средње класе у САД, укључујући и вишу средњу класу показују спорији раст дохотка за 1% од 1980. године у односу на највише плаћених 1% запослених (Yellen, 2006). Према доступним подацима ОЕЦД о учесталости ниских зарада (зараде радника који примају мање од две трећине средње вредности зарада свих запослених који раде пуно радно време), која се исказује у процентима, уочава се да учешће ових зарада након 1990. године расте. Наиме, 1990. године је учесталост ниских зарада износила 22,96%, 2000. године 24,7%, при чему од 2010. године превазилази 25% укупних зарада. У 2013. години је учесталост ниских зарада у укупним зарадама достигла 25,05%. Извор: База података ОЕЦД. Линк: OECD (2015), Wage levels (indicator). doi: 10.1787/0a1c27bc-en (Accessed on 04 October 2015).



власништва над имовином.<sup>106</sup> Паралелно с овим процесом смањени су и стандарди за уписивање хипотеке, које су користиле комерцијалне банке и друге финансијске институције при одобравању кредита. Тако је већ 1995. године, уочен тренд брзог раста учешћа оваквих хипотека у укупно одобреним хипотекама уз пратеће снижавање критеријума за упис хипотеке;

- Трећи узрок кризе је владајућа економска доктрина и регулаторни пропуст, укључујући непостојање институционалних капацитета за реаговање у случајевима прекорагничних финансијских криза. Владајућа неолиберална доктрина, која је заступала став да јавна интервенција на тржишту није потребна, с обзиром да ефикасна финансијска тржишта спонтано и аутоматски решавају настале проблеме, није била суочена с три кобне карактеристике савремених финансијских тржишта (информациона асиметрија уз изложеност честим кризама, чињеница да на тржиштима не послују искључиво само рационални агенти и да је утицај финансијских иновација на системски ризик био потпуно непознат) (Avgouleas, 2012:110). Процес дерегулације је убрзао коришћење финансијских иновација и настајање великих финансијских институција (енг. “mega-banks”), институција познатих под слоганом „сувише велики да би пропали“ (енг. Too Big To Fail). Регулаторни неуспех у одржавању тржишне дисциплине, резултирао је нараслим проблемима у функционисању тржишта и смањеном заштитом власничких права;
- Четврти фактор кризе је погрешна употреба финансијских иновација (коришћење ризичних финансијских инструмената који су обезбеђивали брзу могућност остварења високих вредности зарада) (Avgouleas, 2012:96). Наиме, диверсификација ризика кроз емитовање свопова кредитног неизвршења и секјуритизација водиле су хомогенизацији ризичних актива, пре него њиховој диверсификацији на тржишту. Инвеститори на тржишту капитала нису располагали адекватним техникама и методама анализе ризика, као ни адекватним информацијама о нивоу ризика који преузимају. Финансијски инжињеринг и развој финансијских иновација повећали су комплексност пословања и смањили транспарентност на финансијским тржиштима, што је уз похлепу и велику склоност ритмичном понашању, водило још већем хаосу на тржишту деривата; и

---

<sup>106</sup> Амерички конгрес је 1992. године усвојио додатак Закона о становању и заједници, у намери да зајмопримицима који су ниже платежне моћи омогући олакшан приступ финансирању кроз коришћење капацитета институција које су се бавиле “underwriting” пословима покрића емисија хартија од вредности.

- Пети разлог су могући бихевиорални узроци настанка кризе (заслепљеност тржишних учесника високим профитима и нерационално понашање усред жеље за брзом зарадом, самовоља берзанских шпекуланата на фондовским тржиштима, уз потцењивање реалних ризика пословања). У овом сегменту разлога се налази и улога рејтинг агенција, у чије процене је постојало огромно и безрезервно поверење тржишних учесника. Међутим, истраживање рејтинг агенција је било ограничено непотуним калкулацијама услед комплексности финансијских деривата (услед чега се најчешће губила информација о степену ризичности основног кредита на основу којег су креирани дериватни инструменти) и непостојањем довољно дугих серија података у процесу рангирања, с обзиром да се радило о новим финансијским инструментима без дуге историје трговања (Avgouleas, 2012:125). Процес брзог развоја финансијских деривата, који су постајали све сложенији, најчешће је и инвестиционим саветницима отежавао проницање у суштину и дубину преузетог ризика, чиме су исказали ограничен капацитет у разумевању структуре кредитних производа. Није постојала развијена методолошка основа за процесуирање и евалуацију овако преузетих ризика. Тиме је и могућност за рационално понашање инвеститора била изузетно ограничена, и тржишно понашање се сводило на праћење понашања већине тржишних учесника.

Микро узроци настанка кризе су превасходно фокусирани на проблем опструктивних подстицаја, који су у домену моралног хазарда и агенцијског проблема односа у корпоративним организационим структурама, и најчешће се могу решити само системским акцијама на вишем нивоу уз темељно укључивање и одређивање одговорности у оквиру целог институционалног амбијента на националном, па и наднационалном нивоу. У факторе који су деловали на настанак кризе, посматрано на микронивоу, спадају:

- Систем изразито стимулативних компензационих накнада извршним руководиоцима, који је посебно изражен у секторима банкарства и трговине. Овакав систем стимулација, најчешће је деловао на краткорочно посматрање перспективе пословања у жељи за брзом зарадом, на супрот дугорочној стабилности пословања. Наиме, на финансијским тржиштима је у кратком року могуће да ризичнија инвестиција генерише већи ниво приноса, али уз катастрофалне дугорочне последице (Avgouleas, 2012:127);

- Утицај модела контроле кредита банака и стандарда осигурања зајмова. Наиме, јефтине кредити стимулисали су раст финалне потрошње, што је деловало у правцу даљег раста ионако високих цена некретнина и луксузних добара. Инвестициони и пензиони фондови, као и комерцијалне банке и остале финансијске институције улагале су средства у прецењене хипотеке, чиме је стимулисан раст тржишта реосигурања кредита и тржишта свопова; и
- Недостаци у систему доделе кредитног рејтинга, који се огледају у нетачној процени тржишта структурираних производа.

Према емпиријском истраживању које су спровели Метроуч и Најер (2010), објављеном у оквиру истраживачких радова ММФ–а, основни узроци кризе леже у три фактора. То су појачане глобалне неравнотеже (токови капитала), експанзивна монетарна политика и неадекватна супервизија и регулатива. На основу панел података за земље ОЕЦД, у периоду 1999–2007. године указано је на релативан значај ових фактора, као и на начин којим су деловали на кризу. Раст финансијских неравнотежа настао је услед прилива капитала и притиска спреда између дугорочних и краткорочних каматних стопа. Ефекти прилива капитала на ширење финансијских неравнотежа били су већи тамо где је регулаторни и супервизорски амбијент био релативно слаб. На другој страни, ово истраживање је показало да само разлике у монетарној политици не могу да објасне различитости између земаља у ширењу финансијских неравнотежа пре кризе. У земљама које су остваривале суфиците, структурне политике смањења превелике штедње и политике развоја домаћих и регионалних финансијских тржишта могу обезбедити простор за даљи раст. Насупрот томе, у земљама које остварују дефицит, монетарна политика и контрола капитала су традиционална средства која се користе за обезбеђење прилива капитала. Инструменти макропруденцијалне политике,<sup>107</sup> којима се спречава настанак системских ризика (поремећаји у пружању финансијских услуга у финансијском систему) морају бити додатно развијани, како би се решио проблем осетљивости на токове капитала. Иако су ниске каматне стопе у периоду пре кризе, на глобалном нивоу, резултирале нарастањем финансијских неравнотежа, у земљама са високим каматним стопама, није регистровано спорије јачање финансијских неравнотежа. Истраживање је показало да монетарна политика од 2001. године, није била водећи узрок настанка кризе, и да није довољно ефикасна при утицају на трендове у финансијском сектору. У мање

---

<sup>107</sup> Макропруденцијална политика обухвата активности и мере усмерене на спречавање настанка системских ризика, као и њихово смањење и отклањање.

развијеним привредама, чврста монетарна политика може допринети приливу капитала и индиректно допринети настајању финансијских дисбаланса у земљи. На другој страни, лабава монетарна политика може допринети суфициту текућег рачуна и одливу капитала, који може проузроковати финансијске дисбалансе на другим местима у свету. Ова запажања о пруденцијалној политици, подржавају хипотезу да су финансијске неравнотеже настале услед моралног хазарда и неадекватних пруденцијалних политика које нису могли да одговоре на системске екстерналије повезане с приливом средстава. Потпуна либерализација банкарског тржишта повећава осетљивост финансијског система. Истраживање је указало на потребу за већим нагласком на регулисању ликвидности, с обзиром да је регулатива капитала отежана. Такође указују на потребу за јачом формалном интервенцијом и деловањем супервизорских агенција, као и повећаној ефикасности у смањењу системског ризика.

Као одговор на деловање кризе, централне банке и владе развијених тржишних привреда су предузеле мере ради повећања ликвидности тржишта, и то смањењем каматне стопе и повећањем новчане масе. Губици финансијских институција су били покривани пакетима државне помоћи, средствима државних финансијских институција, путем одобравања гаранција за дугове финансијских институција и међубанкарске трансакције, откупом проблематичних средстава, процесом докапитализације. Међутим, најнеопходнија промена у системима земаља била је управо потреба да се преиспита цео финансијски систем и спроведу неопходне реформе, које би обезбедиле стабилност, повратак поверења инвеститора и функционисање глобалног финансијског система на дуге стазе.

### ПОГЛАВЉЕ III

## НЕОПХОДНОСТ РЕФОРМЕ У РЕГУЛАЦИЈИ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА НА ГЛОБАЛНОМ НИВОУ КАО ОДГОВОР НА АКТУЕЛНУ ЕКОНОМСКУ КРИЗУ

Описане економске кризе, резултирале су преиспитивањем квалитета регулативе финансијског сектора, као и улоге и надлежности међународних и националних финансијских институција. Било је неопходно унапредити сигурност финансијског система и ојачати отпорност у периодима кризе, с обзиром на важну улогу коју финансијски систем има у процесу развоја и одржавања стабилности националних привреда. Након глобалне економске кризе из 2007. године, постало је јасно да се финансијска регулатива мора ојачати с обзиром на чињеницу да је у кратком периоду захватила цео свет и веома брзо се прелила са финансијског на реални економски сектор. У том погледу, било је неопходно промене увести што пре, али уз адекватно раздвајање и дефиницију свих области финансијског система које морају бити унапређене. Дотадашњи међународни регулаторни оквир за банке остављао је простор националним ауторитетима за имплементирање међународних смерница. То је резултирало неравномерном и неуједначеном применом појединих одредби на националним тржиштима. Осим неопходности за јачањем нивоа адекватности капитала банака, важна је и идеја раздвајања комерцијалног и инвестиционог банкарства. Унапређење финансијске стабилности, захтевало је промене у свим националним политикама, почев од пруденционе, монетарне, фискалне и макроекономске политике, преко јачања тржишне дисциплине, супервизије, транспарентности пословања и управљања ризицима у финансијском сектору, до реформе политика у нефинансијском приватном сектору у областима корпоративног управљања, управљања ризицима пословања и већој одговорности свих учесника на тржишту (Caruana, 2010). У Европској унији је предузет низ интервенција у погледу унапређења регулативе финансијског сектора, почев од предлога за увођење пореза на финансијске трансакције с циљем повећања трансакционих трошкова спекулативних активности, ограничења бонуса у финансијском сектору до повећања улоге кредитора у санацији насталих потешкоћа. Водећи разлог регулације тржишта капитала је заштита интереса учесника, уз одржавање стабилног и ефикасног финансијског система. Европска комисија је усвојила низ нових директива, при чему су регулатори у земљама

чланицама у обавези да правовремено усаглашавају национално законодавство с новим директивама, посебно у вези са капиталним захтевима за банке.

У овом поглављу је приказана упоредна анализа регулаторног оквира за очување стабилности финансијског система у земљама ЦЕ5 и детаљна анализа процеса реформи финансијских тржишта (у тржишно оријентисаним и банкарски доминантним финансијским системима), уз акценат на глобалне принципе регулаторног оквира у сфери финансија. С обзиром да земље, које су обухваћене истраживањем, одликује банкарски оријентисан финансијски систем, детаљно је анализиран регулаторни приступ за очување стабилности финансијског система ЕУ, након прегледа реформи у регулацији финансијских тржишта у САД, као класичног тржишно оријентисаног финансијског система. Разноликост националних решења на овом пољу, у амбијенту финансијске глобализације, створила је потребу за глобалним третманом овог проблема. Предузете мере у почетним годинама кризе, у области регулативе, обухватале су активности почев од повећаног износа осигураних депозита, гаранције обавеза, докапитализације банака уз делимичну национализацију, до откупа проблематичне имовине, што је био случај у САД. Приказан је нови регулаторни оквир Базелског комитета за надзор банкарског сектора. Дакле, структурне реформе као одговор на глобалну финансијску кризу спроведене су у скоро свим развијеним земљама (*енг.* developed markets), као и земаља/тржишта у успону (*енг.* emerging markets) и земаља/тржишта транзицији (*енг.* transition markets).<sup>108</sup>

Глобална економска криза је резултирала преиспитивањем вредности основних параметара макроекономске политике у савременим условима пословања, као и улоге

---

<sup>108</sup> Према класификацији земаља за 2014. годину у статистичком анексу Уједињених нација, у развијене економије спадају најразвијеније земље чланице G7 (Канда, Јапан, Француска, Немачка, Италија, Уједињено Краљевство и САД), чланице ЕУ28, Исланд, Норвешка, Швајцарска, Аустралија и Нови Зеланд. Земљама у транзицији се сматрају државе чије су привреде са централно планских економија у процесу преласка на тржишни систем привређивања. Неке од ових земаља у 2014. године сврстане у земље са високим нивоом дохода према класификацији Светске банке. Транзиција је завршен процес за десет земаља које су чланице ЕУ28 од 2004. године (Чешка Република, Естонија, Мађарска, Летонија, Литванија, Пољска, Словачка и Словенија), 2007. године (Бугарска и Румунија) и 2013. године (Хрватска). Земљама у транзицији у 2014. години се сматрају земље Југоисточне Европе (Албанија, Република Македонија, Црна Гора, Србија и Босна и Херцеговина) и Заједнице независних држава и Грузије која је званично иступила из чланства 2009. године (Јерменија, Азербејџан, Белорусија, Казахстан, Киргистан, Молдавија, Руска Федерација, Таџикистан, Туркменистан, Украјина и Узбекистан) (UN, 2014: 143). Према тржишној класификацији земаља коју је објавио MSCI (*енг.* Morgan Stanley Capital International) тржишта у успону су земље чија тржишта имају неке карактеристике развијених тржишта, али не испуњавају све стандарде како би били сврстани у групу развијених тржишта. Земље у успону су државе америчког континента (Бразил, Чиле, Колумбија, Мексико и Перу), Европе, Средњег Истока и Африке (Чешка Република, Египат, Грчка, Мађарска, Пољска, Катар, Русија, Јужноафричка Република, Турска и Уједињени Арапски Емирати) и Азије (Кина, Индија, Индонезија, Кореја, Малезија, Филипини, Тајван и Тајланд). Извор: MSCI Annual Market Classification Review.

монетарне и фискалне политике, и осталих појединачних националних политика. Показало се да је ризик настанка кризе могуће, више или мање, повезати са макроекономским варијаблама. Кретања неких од параметара се могу тумачити као извесни показатељи настанка кризе. На другој страни, криза је драстично погоршала неке од макроекономских варијабли, посредним или непосредним путем, што изискује детаљније анализе. И земље у успону и транзицији су погођене глобалном економском кризом, чији се утицај на макроекономске варијабле огледа у смањењу националне производње, погоршању планобилансних позиција, расту незапослености и спољне задужености, као и смањењу продуктивности, у периоду након избијања кризе. Показало се да је ниво националне штедње важан показатељ сигурности, поготово у случајевима раста јавног дуга, који се финансира домаћом штедњом и другим средствима. Платни биланс, односно, салдо текућег рачуна платног биланса који је најзначајнији показатељ потрошње у односу на средства којима се располаже, на националном нивоу. Високе вредности дефицита текућег рачуна и учешће у БДП–у најчешће указују на опасност од избијања кризе. Глобална економска криза је указала на изложеност финансијског система свих земаља (развијених, земаља у успону и транзицији) ризицима преливања кризе и ризицима одржавања финансијске стабилности. Проблеми с којима се цео свет суочава, читаву деценију након избијања кризе, указују на основне слабости услед раста задужености, сувише ниског раста продуктивности у периоду након кризе и недовољно маневарског простора у области јавних политика за решавање актуелних проблема. На глобалном нивоу, задуженост приватног и јавног сектора у односу на БДП расту у свим регионима, иако неуједначено. Општи тренд постаје већа склоност преузимању ризика на финансијским тржиштима, уз мању спремност преузимања ризика у реалној привреди. Краткорочне и дугорочне каматне стопе су снижене.<sup>109</sup> И развијене земље погађа смањење раста продуктивности, при чему посебно забрињава све ужи маневарски простор за деловање фискалне и монетарне политике, као и слабије деловање трансмисионих механизма, што указује на неопходност спровођења структурних реформи (Borio, 2015:4).

Током прве фазе глобализације, која обухвата период од 1870. године до Првог светског рата, регулатива међународних финансија није постојала, при чему је и

---

<sup>109</sup> Просечна краткорочна каматна стопа (тримесечна међубанкарска стопа, *енг.* Three-month Interbank Rate) у САД је 2007. године износила 5,3% а 2013. године 0,2%. Просечна дугорочна каматна стопа (принос на дугорочне владине обвезнице) у САД је 2007. године износила 4,6% а 2014. године 2,3% (у 2012. години је износила 1,8%). Сличан тренд смањења је забележен и у осталим развијеним земљама (Канада, Француска, Јапан, Немачка, Италија, Уједињено Краљевство) (UN, 2014:168)

национална регулатива ове области била веома слаба. У периоду до шездесетих година двадесетог века, међународно финансијско пословање је функционисало без веће потребе за наднационалним ауторитетима. Од краја Другог светског рата међународно пословање се обављало преко комерцијалних банака, које су биле подршка трговини и финансирању извозних активности земаља. Развој тржишта еврообвезница номинованих у америчким доларима у шездесетим годинама прошлог века, успостављање међуграничних облика пословне и банкарске сарадње од седамдесетих година и развој савремених интернет технологија, допринели су интензивнијој интернационализацији банкарског пословања. Ови трендови су условили потребу за наднационалним ауторитетима регулације још у другој половини двадесетог века. Развој глобалног финансијског управљања и међународне финансијске регулативе одвијао се у три фазе (Avgouleas, 2012:154):

- Бретонвуд фаза (*енг.* Breton Woods Phase) у периоду 1947–1997. године, која обухвата и постбретонвудски период након 1972. године, када је почела примена флукутирајућих девизних курсева с обзиром да је фиксни режим девизног курса постао неодржив;
- период након азијске финансијске кризе 1998–2008. године, који је водио еволуцији лабавих структура глобалног финансијског управљања ка чвршћем регулаторном оквиру и новој међународној финансијској архитектури; и
- период након 2008. године, током којег националне и међународне политике у циљу проналажења решења за узроке и последице глобалне финансијске кризе монополизују агенду међународне регулаторне реформе.

Координација активности на глобалном нивоу одвија се кроз мрежу различитих облика институционалне сарадње и координације. Међудржавна сарадња и контакти на релацији министарстава финансија и централних банака одвијају се у оквиру координираних активности на нивоу Групе 10<sup>110</sup> под чијим је окриљем формирано неколико неформалних мрежа од којих су најзначајније Комитет за глобални финансијски систем<sup>111</sup> и Комитет о системима плаћања и поравнања.<sup>112</sup> У оквиру Банке

---

<sup>110</sup> Група 10 (*енг.* Group of Ten, G10) је основана 1962. године, договором земаља да учествују у Општем споразуму о позјмицама. Оснивачи и чланице Групе 10 су биле земље: САД, Уједињено Краљевство, Јапан, Француска, Западна Немачка, Канада, Холандија, Италија, Белгија и Шведска. Касније су се придружиле Швајцарска и Руска Федерација. Званичну подршку активностима ове организације пружају међународне институције: Банка за међународна поравнања, Европска комисија, Међународни монетарни фонд и Организација за економску безбедност и сарадњу.

<sup>111</sup> Committee on the Global Financial System. Линк: <https://www.bis.org/cgfs/index.htm>.

<sup>112</sup> Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI)



за међународна поравнања<sup>113</sup> 1974. године је формиран Базелски комитет за супервизију банака.<sup>114</sup> Остале важне међународне институције у области финансијског система су Међународна организација комисија за хартије од вредности<sup>115</sup> и Међународно удружење супервизора осигурања.<sup>116</sup> Успостављене су бројна регионална и међународна удружења у области рачуноводственог извештавања и берзанског пословања, уз формирање Института за међународне финансије<sup>117</sup> и бројних удружења експерата у готово свим областима.

Међу најзначајнијим институцијама на глобалном нивоу је групација Светске банке<sup>118</sup> која обухвата скуп различитих институција финансијске подршке, од Међународне банке за обнову и развој,<sup>119</sup> Међународне финансијске корпорације,<sup>120</sup> Међународне развојне асоцијације<sup>121</sup> до Мултилатералне агенције за гаранцију инвестиција.<sup>122</sup>

Организација за економску сарадњу и развој (ОЕЦД)<sup>123</sup> покрива области релевантне за проучавање економске кризе и фокусира се на средњорочне политике и дугорочна решења, као и заједничке одлуке. Приоритетне области које су у фокусу ове међународне организације су финансије, конкурентност, управљање и повратак на одржив дугорочни раст. Према истраживањима у оквиру ОЕЦД-а, почетком 2015. године, указивало се да су лабава монетарна политика и смањење каматних стопа, спречиле глобални економски колапс, пре свега, услед понуде јефтиног новца преко централних банака, што је допринело опоравку глобалне економије из рецесије након финансијске кризе из 2008. године. На ове мере, надовезује се неопходност спровођења структурних мера које се односе на реформе у образовању, повећању конкурентности и подстицају иновација. Пред земљама у транзицији је и додатни списак неопходних реформи, у области реструктурирања економије, у смислу лакшег запошљавања, стимулације запошљавања омладине и женске популације и повећање продуктивности.

---

Линк: <https://www.bis.org/cpmi/index.htm?m=3%7C16>.

<sup>113</sup> Bank for International Settlement (BIS). Линк: <https://www.bis.org/>.

<sup>114</sup> Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). Линк: <http://www.bis.org/bcbs/>.

<sup>115</sup> International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Линк: <https://www.iosco.org/>.

<sup>116</sup> International Association of Insurance Supervisors (IAIS).

Линк: <http://iaisweb.org/index.cfm?event=showHomePage>.

<sup>117</sup> Institute of International Finance (IIF). Линк: <https://www.iif.com/>.

<sup>118</sup> The World Bank Group (WB). Линк: <http://www.worldbank.org/>.

<sup>119</sup> International Bank for Reconstruction and Development (IBRD)

Линк: <http://www.worldbank.org/en/about/what-we-do/brief/ibrd>.

<sup>120</sup> International Financial Corporation (IFC)

Линк: [http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/home](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate_site/home).

<sup>121</sup> International Development Association (IDA). Линк: <http://www.worldbank.org/ida/>.

<sup>122</sup> Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA). Линк: <https://www.miga.org/>.

<sup>123</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). Линк: <http://www.oecd.org/>.

Америчка централна банка је почетком 2015. године најавила окончање шестогодишњих квантитативних олакшица, с обзиром да је раст америчке привреде у претходним кварталима оцењен као стабилан.<sup>124</sup> Каматне стопе ФЕД-а су од краја 2008. године близу нултог нивоа, ради подршке опоравку америчке привреде и изласку из рецесије. Иако је и током другог квартала 2015. године најављивано повећање референтне каматне стопе до краја године, подаци о кретању основних макроекономских параметара САД нису били довољно стабилни, и одлука је више пута одлагана. Кључна каматна стопа САД утиче на кретање каматних стопа широм света, тако да су шпекулације о њеном подизању, утицале на турбулентна кретања на глобалним тржиштима. Чињеница да и основни макроекономски индикатори привреде САД, попут инфлације, запослености и зарада нису у складу са очекивањима утиче на одлагање одлуке. Јак долар додатно дестимулише раст извоза САД, што делује на успорен опоравак америчке привреде. Главни проблем еврозоне током 2015. године је ниска инфлација, што изискује примену мера централне банке против дефлације. Проблем представљају и предвиђања да ће инфлација остати на ниском нивоу и у наредном периоду, при чему је кључна каматна стопа ЕЦБ (годишња фиксна каматна стопа на главне операције рефинансирања која обезбеђује највећи део ликвидности у оквиру банкарског система, *енг.* Main refinancing operations),<sup>125</sup> од 10. септембра 2014. године задржана на рекордно ниском нивоу од 0,05%. Ово захтева координацију мера монетарне и осталих економских политика у свим земљама еврозоне, с обзиром да монетарна политика не може бити једино средство борбе против успорене привреде. Неопходне су и адекватне мере фискалне политике оријентисане ка привредном расту. ЕЦБ је посвећена преиспитивању могућности за проширење монетарних подстицаја, у циљу повећања инфлације и економског раста у еврозони, при чему је најављено да ће програм месечног откупа обвезница земаља чланица еврозоне у износу од 60,0 милијарди евра бити одржан до септембра 2016. године, па чак и дуже.

Преиспитивање процеса регулације финансијских институција и тржишта је неопходно спровести проучавањем теорија регулације права и економије, као и анализом свих области финансијске регулације тржишта појединачно, банкарских и небанкарских финансијских институција. Финансијска криза је допринела постављању

---

<sup>124</sup> Очекивано повећање каматне стопе у САД за средину 2015. године, је најављено још почетком 2014. године. Међутим слаба привредна активност и пад америчке привреде у првом кварталу 2015. године су условили одлагање временског оквира за повећање референтне каматне стопе. На одлагање одлуке утичу и песимистични извештаји о кретању личне потрошње у САД, слаб привредни опоравак у еврозони, дужничка криза у Грчкој као и криза на кинеским берзама.

<sup>125</sup> Линк: <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>.

питања регулације, као и надзора и управљања кризним ситуацијама. Објашњење развоја финансијске регулативе обухвата компаративно проучавање закона и регулативе у САД и ЕУ, као и растући утицај „меког права“<sup>126</sup> (*енг. soft law*) попут Базелских стандарда. У фокусу истраживања је јавна регулација националних, европских и међународних тржишта, као и законских решења која постављају централне банке. При томе је битно напоменути да земље у којима нису довољно стабилни финансијски системи и у којима је недовољно развијено тржиште капитала, најчешће представљају погодне дестинације за прилив шпекулативног капитала. Овај капитал није стабилан извор средстава и брзо прелази границе једне земље у потрази за атрактивнијим условима укамаћења. Овим дестабилизујуће делује на финансијску ситуацију и повећава изложеност земаља екстерним шоковима, посебно у ситуацији када кумулирани унутрашњи и спољни дуг прете настанком кризе спољног и јавног дуга. Дефлација која резултира смањењем агрегатне тражње ограничава могућност деловања робног тржишта у правцу решавања проблема неравнотеже. Још је Тобин (1969: 15–29) истакао да неравнотежа на спољном плану продубљује платнобилансну неравнотежу и угрожава екстерну позицију земље, док неравнотеже на робном и финансијском тржишту угрожавају и монетарну стабилност. Према истраживању спроведеном 2009. године у оквиру истраживачких радова Леви института (Perelstein, 2009) финансијска нестабилност САД повезује се са макроекономским неравнотежама, посебно високим дефицитом текућег рачуна који је достигао највећи ниво, од 806,7 млрд долара 2006. године и константно растао у периоду до избијања кризе 2007–2008. године. Финансијска криза је последица трговинског дефицита САД, и чињенице да је амерички долар најчешће коришћена међународна резервна валута. Кина и Јапан су највећи власници америчких хартија од вредности, у чијем је поседу јуна 2010. године било око 28% америчког дуга у страном власништву, а јуна 2014. године око 23% америчког дуга.<sup>127</sup> У раду се истиче да истраживања не анализирају глобалну интеграцију тржишта капитала, а неопходна је анализа односа између неравнотежа САД и глобалних финансијских тржишта. Финансијска криза се, на остатак света, пренела и путем трговинског дефицита САД, те се макроекономске неравнотеже САД

---

<sup>126</sup> За разлику од правно обавезујућих међународних норми, под „меким правом“ се подразумевају норме, садржане у међународним документима без правних санкција. Ове норме успостављају правила понашања и обавезе за државе као и остале субјекте међународног права, али без правних санкција.

<sup>127</sup> Према подацима Америчког трезора на дан 30. април 2015. године.  
Линк: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/fpis.aspx>.

не могу решити без последица по остатак света. Финансијски системи у свету зависе од америчког долара, којим се снабдевају преко дефицита текућег рачуна САД.

У налету глобалне економске кризе улога влада земаља се сводила на мере фискалне политике које стимулативно делују на привредни раст, док су централне банке биле усмерене на мере монетарне политике. Управо спрега ефикасне координације мера монетарне и фискалне политике требало је да резултира ублажавањем и заустављањем негативних ефеката кризе и стварањем окружења за економски раст. У ЕУ се ограничава ниво фискалног дефицита, при чему САД константно бележе дефицит буџета.

## 1. Реформе у регулацији финансијских тржишта у САД

Структурне реформе, као одговор на глобалну финансијску кризу, спроведене су у свим западним привредама. Корени регулативе финансијских тржишта у САД датирају од 1913. године и доношења познатог закона<sup>128</sup> о оснивању Федералних резерви,<sup>129</sup> регулаторног тела које обавља функцију централне банке у САД. Основна функција ФЕД-а је одржавање монетарне стабилности<sup>130</sup> и спровођење закона у области банкарског система. ФЕД има и улогу зајмодавца у крајњој инстанци, односно, обавља улогу крајњег регулатора у циљу одржавања стабилности финансијског система и спречавања колапса финансијских институција. Основни циљ ФЕД-а је одржавање максималне могуће стопе запослености, уз стабилан ниво цена и умерене дугорочне каматне стопе, при чему се циљана стопа инфлације не дефинише нумерички.

Регулацију функционисања финансијских тржишта, осим ФЕД-а, обавља и Комисија за хартије од вредности и берзанско пословање.<sup>131</sup> Основана је 1933. године после Велике депресије с циљем спречавања будућих криза и шпекулативних послова који берзу могу довести у стање кризе. Функционисање Комисије уређено је посебним Законом о берзи<sup>132</sup> из 1934. године. Оснивање је било логичан одговор регулатора на велику економску кризу и сломове на берзи 1929–1930. године, који су били последица нетржишног понашања учесника на нерегулисаном и неуређеном тржишту. Основни циљ усвајања закона који регулише пословање берзи била је потреба да се обезбеди да инвеститори имају тачне информације о хартијама од вредности којима се тргује на тржишту и да се онемогуће преваре приликом продаје ХоВ. Закон о хартијама од вредности поставио је основе функционисања и пословања тржишта ХоВ и понашање учесника на финансијском тржишту, формулацијом основних дефиниција и правила пословања ХоВ. Комисија за хартије од вредности обавља и улогу заштите права инвеститора. Међутим, законска регулатива банкарског система у САД није била довољно ефикасна и резултирала је мањом конкурентношћу банака САД у односу на банке ЕУ. Наиме, законска регулатива је ограничавала развој индиректног

---

<sup>128</sup> Federal Reserve Act. Линк: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm>.

<sup>129</sup> Federele Reserve System (FED). Линк: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/default.htm>.

<sup>130</sup> Основне смернице монетарне политике формулише Комисија федералних резерви за отворено тржиште (*енг.* Federal Open Market Commission), која се састаје на шест недеља како би чланови размотрили кретање економских активности у земљи и извршили даљу формулацију монетарне политике.

<sup>131</sup> Securities and Exchange Commission (SEC). Линк: <http://www.sec.gov/>.

<sup>132</sup> Securities Exchange Act. Линк: <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

финансирања у САД, који је био мање конкурентан у односу на земље ЕУ. Закон о банкама, тзв. Глас–Стигелов закон (*енг.* Glass–Stegall Act)<sup>133</sup> из 1933. године, према којем је одвојено функционисало комерцијално и инвестиционо банкарство, ограничавао је и могућност бављења пословима осигурања банкама, као и пословање само у оквирима држава у којима се налазило седиште банака. Овај закон је укинут 1999. године, управо због чињенице да је у значајној мери ограничавао конкурентност банкарског система САД, када је усвојен Закон о модернизацији финансијских услуга (*енг.* Financial Modernisation Act, Gramm–Leach–Bliley Act).<sup>134</sup> Основна намера је била искоришћавање предности које финансијска интеграција може понудити потрошачима и инвеститорима, али уз очување сигурности банкарског и финансијског система. Недовољно развијен банкарски систем у САД резултирао је доминацијом финансијског тржишта, односно директног начина финансирања инвестиционих активности (путем тржишта новца и капитала). Новим законом је укинута забрана банкама да у функционисању комбинују послове инвестиционог, комерцијалног банкарства и послове осигурања, чиме је покренут процес оснивања финансијских холдинг компанија (*енг.* financial holding company) које су контролисале једну или више банака, као и спајање банака, осигуравајућих компанија и компанија које послују са хартијама од вредности. Осмишљене су као „кровне“ компаније, под чијим су руковођењем организоване различите финансијске активности.

ФЕД је, у периоду 1987–2006. године, водио изразито експанзивну монетарну политику, при чему је обезбеђена значајна количина ликвидности банкарском сектору. У овом периоду су значајно смањене каматне стопе. Кредитни раст који је на тај начин креиран, вештачки је подстицао раст економске активности, али је водио и расту шпекулативног пословања на тржишту некретнина. С обзиром да је овакав кредитни раст дугорочно неодржив, банке су све више либерализовале услове за одобравање кредита како би обезбедиле укамаћивање вишкова ликвидности. Мања каматна стопа и раст одобрених кредита, резултирали су растом цена капиталних и потрошних добара услед константног раста тражње за овим активима. На другој страни, повећана количина новца у оптицају утицала је на раст инфлаторне премије у структури каматне стопе, а све већа тражња небанкарског сектора за кредитима, у циљу реализације

---

<sup>133</sup> Glass–Stegall Act. Линк: <http://www.federalreservehistory.org/Media/Material/Event/25-203>.

<sup>134</sup> Financial Modernisation Act, Gramm–Leach–Bliley Act.  
Линк: <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/53>.

инвестиционих пројеката, утицала је на раст камата. Повећање каматне стопе деловало је на смањење цене активе и водило губицима инвеститора (De Soto, 2012: 374).

С обзиром на велике размере финансијске кризе у САД, већ од децембра 2007. и почетка 2008. године предузет је низ мера с циљем стабилизације финансијског система. Најпре је предузет сет мера, 12. децембра 2007. године, познат као Терминске аукције (TAF)<sup>135</sup> које су представљале позајмице ФЕД–а депозитним институцијама. Други сет мера је примењен од 11. марта 2008. године, и састојао се у кредитирању<sup>136</sup> које је обављао ФЕД, позајмљујући примарним дилерима државних хартија од вредности средства у замену за ХоВ нижег нивоа ликвидности. Програм је завршен 1. јула 2009. године, отплатом свих зајмова према уговору. Посебан сет мера је примењен почев од 16. марта 2008. године, када су обезбеђене кредитне олакшице за примарне дилере (PDCF)<sup>137</sup> а завршен је првог фебруара 2010. године, отплатом свих зајмова према уговорима. Остали значајни програми подршке обухватају: програм TALF<sup>138</sup> којим су обезбеђени кредити по основу хартија од вредности покривених имовином, који је отпочео у новембру 2008. године; програм CPFF<sup>139</sup> чија је реализација отпочела у јесен 2008. године с циљем кредитирања куповине комерцијалних записа и завршен је 1. фебруара 2010. године; програм MMIFF<sup>140</sup> који је представљао подршку обезбеђењу ликвидности инвеститорима на новчаном тржишту, почев од 21. октобра 2008. године до 30. октобра 2009. године. На основу истраживања агенције Блумберг,<sup>141</sup> ФЕД је марта 2009. године издвојио 7,8 билиона долара, ради помоћи финансијском сектору уз једанаест програма кредитних олакшица за оне банке, корпорације и финансијске институције које послују са хартијама од вредности које нису имале приступ изворима финансирања.

Програм помоћи банкама, реализован кроз амерички план за превазилажење финансијске кризе познат као ТАРП<sup>142</sup> представљао је до тада непостојећи

---

<sup>135</sup> Term Auction Facility. Линк: [http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_taf.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_taf.htm).

<sup>136</sup> Term Security Lending Facility. Линк: [http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_tslf.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_tslf.htm).

<sup>137</sup> Primary Dealer Credit Facility. Линк: [http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_pdcf.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_pdcf.htm).

Примарни дилери су банке и брокери–дилери хартијама од вредности који послују као партнери Банке за федералне резерве Њујорка, у реализацији операција на отвореном тржишту. Списак ових институција се може преузети на линку: [http://data.newyorkfed.org/markets/pridealers\\_current.html](http://data.newyorkfed.org/markets/pridealers_current.html).

<sup>138</sup> Term Asset-Backed Securities Loan Facility.

Линк: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/20081125a.htm>.

<sup>139</sup> Commercial Paper Funding Facility. Линк: [http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform\\_cpff.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_cpff.htm).

<sup>140</sup> Money Market Investor Funding Facility. Линк: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mmiff.htm>.

<sup>141</sup> Линк: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-11-28/secret-fed-loans-undisclosed-to-congress-gave-banks-13-billion-in-income>.

<sup>142</sup> Troubled Asset Relief Program (TARP). Програм је одобрио Амерички конгрес усвајањем Закона о хитној економској стабилизацији 2008. године (енг. Emergency Economic Stabilization Act – EESA).

експеримент у покушају превазилажења кризе, а трајао је од октобра 2008. до октобра 2010. године. У оквиру програма помоћи, ФЕД је откупио готово милијарду долара вредне лоше пласмане банака, и уклонио их из биланса банака.<sup>143</sup> Тиме су постигнута два циља, најпре, уклоњена је лоша актива из биланса банака и пребачена у биланс ФЕД-а, и лоше хипотеке су замењене готовином, чиме су банкама обезбеђена ликвидна средства за пословање. У овом случају је ФЕД користио постојећи сопствени капитал и стога се овај програм помоћи сматра ефикасним. Међутим, након тога, од 2010. године, ФЕД уводи програм квантитативних олакшица и штампа готовину у вредности од 600,0 млрд долара у оквиру првог програма квантитативних олакшица (QE1) (енг. Quantitative Easing – QE).<sup>144</sup> Наредне, 2011. године је штампано 400 млрд долара у оквиру програма QE2. Трећу рунду програма квантитативних олакшица ФЕД је спровео 2012. године, уз другачију примену, која је подразумевала месечно штампање новца у вредности од 85,0 млрд долара, чија се вредност постепено смањивала до нивоа од 40,0 млрд долара месечно. Овај програм помоћи је укинут у октобру 2014. године, када је ФЕД оценио да су постигнути резултати, односно да је остварен привредни раст и одржана стабилност и да се могу повући са тржишта. У оквиру целог програма помоћи ФЕД је одобрио 454,6 млрд долара.<sup>145</sup> Политика квантитативних олакшица представља екстремну меру монетарне политике која је примењена када је каматна стопа толико снижена (готово до нуле), да се не може користити као инструмент за стимулацију привредних активности. Због тога је ФЕД отпочео са програмом куповине ХоВ финансијских институција, повећавајући њихове вишкове ликвидности расположиве за позајмице. Мере квантитативних олакшица су

---

Реализацију програма је надгледало тело Канцеларија за финансијску стабилност америчког Одељења за трезор. План подстицаја је обухватао финансијску подршку банкарском сектору, аутомобилској индустрији, сектору домаћинства, програмима кредитног тржишта, програм подршке највећој институцији осигурања (AIG–American International Group), као и увођењем стандарда корпоративног управљања у делу који регулише накнаде менаџменту оних финансијских институција које су добиле помоћ у оквиру програма TARP. Линк: <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/Pages/default.aspx> и <http://www.federalreserve.gov/bankinfo/tarptinfo.htm>.

<sup>143</sup> Према првобитној процени Конгреса, очекивало се да ће вредност овог програма бити 700,0 млрд долара, колико је Конгрес и одобрио у октобру 2008. године. Финансијске обавезе према овом програму су завршене 3. октобра 2010. године.

<sup>144</sup> Квантитативне олакшице, квантитативно попуштање или квантитативно лабављење је назив за нестандартне мере монетарне политике које су први пут примењене након избијања глобалне финансијске кризе 2007. године. Примењују се у ситуацији када стандардне мере монетарне политике немају утицаја на макроекономске параметре, с обзиром да је референтна каматна стопа достигла најнижи ниво и да нема додатног подстицаја за раст. У процесу примене квантитативних олакшица, централне банке купују дугорочне државне обезнице како би утицале на смањење дугорочних каматних стопа. Квантитативне олакшице повећавају вишак резерви банака и утичу на повећање цена финансијске активе, истовремено смањујући њихов принос.

<sup>145</sup> Линк: <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/reports/Pages/TARP-Tracker.aspx>.



усмерене на коришћење пасиве биланса централне банке, односно резерве банака ради стимулисања привредних активности, док су програми кредитне подршке за активу биланса и коришћење кредита и ХоВ у циљу стимулације кредитирања нефинансијског сектора (Brinkhus, 2009: 3).

Познати „Дод Френков“<sup>146</sup> закон о реформи Вол стрита (*енг.* Wall Street) и заштити потрошача, усвојен је јула 2010. године. У САД је усвајањем овог закона исте године успостављено ново регулаторно тело у области макропруденцијалног надзора, Савет за надзор финансијске стабилности.<sup>147</sup> Основне обавезе овог тела су праћење и идентификација свих новонасталих ризика који угрожавају финансијску стабилност целокупног финансијског система, идентификација постојећих регулаторних празнина и координисање активности свих агенција у процесу решавања проблема повезаних са потенцијалним ризицима. Основни циљ закона је идентификација ризика који се односе на евентуални неуспех системски важних институција које су „сувише велике да би пропале,“ (*енг.* too big to fail)<sup>148</sup> као и ризике финансијских иновација и банкарских послова. Циљ закона је стварање новог оквира за ефикасну заштиту потрошача успостављањем Бироа за финансијску заштиту корисника финансијских услуга,<sup>149</sup> у циљу избегавања нових скандала у вези са хипотекарним зајмовима. Овај закон је увео значајне промене у регулативи и супервизији банака, посебно у погледу ограничавања трансакција између банкарских холдинга, подружница банака и њихових филијала (IMF, 2015a:20). Уведен је фактор финансијске стабилности у статуторне анализе трансакција, које су у надлежности Закона о банкарским холдинг компанијама и Закона о мерџерима, као и у процесу супервизије ових институција. Појачани су захтеви према обавезама матица банкарских холдинг компанија да се укључе у проширене активности свих огранака. Важну новину закона представља елиминација свих ограничења која су била успостављена под тзв. Законом о модернизацији

---

<sup>146</sup> „Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.“ Закон је усвојен 9. јула 2010. године, након дуге дебате у америчком конгресу.

Линк: <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>.

<sup>147</sup> Financial Stability Oversight Control. Линкови: Годишњи извештаји Савета за надзор финансијске стабилности се могу преузети на линковима: <http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Pages/home.aspx>, и <http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/about/Pages/default.aspx>.

<sup>148</sup> Концепт „сувише велики да би пропали“ је повезан са државним облицима осигурања депозита који постоје у великом броју земаља. Иако се политике осигурања депозита у појединим земљама разликују, заједничко им је да се ради о заштити банкарских депозита и што се на овај начин штите сви депозити великих банака од губитка главнице услед смањења ликвидности пословања банака. Појмом су обухваћене финансијске институције чији би пропаст повукао велики број стејкхолдера у проблем ликвидности и одрживости пословања.

<sup>149</sup> The Consumer Financial Protection Bureau (CFPB). Линк: [www.consumerfinance.gov/the-bureau](http://www.consumerfinance.gov/the-bureau).

финансијских услуга<sup>150</sup> који је ограничавао могућност Федералним резервама да спроводе анализе, координирају извештаје и предлажу мере које функционално регулишу активности субсидијара (подружница) банкарских холдинг компанија (попут брокерско–дилерских друштава или осигуравајућих компанија). Федералне резерве су „Дод Френковим“ законом постале овлашћене и за испитивање и надзор активности небанкарских субсидијара холдинг компанија (који нису функционално регулисана зависна предузећа), и то у складу с истим стандардима и истом учесталашћу као да су активности организација под директним надзором депозитарних институција. Депозитним институцијама, које су под званичном извршном одлуком или надзором, је забрањена промена статута осим уколико постојећи или предложени супервизори нису идентификовали проблеме институције који ће бити под даљим надзором супервизора. Закон се примењује на националне банке и штедне асоцијације у циљу ограничења кредитне изложености које произлазе из дериватних трансакција и трансакција финансирања ХоВ.<sup>151</sup>

Према анализи извештаја ММФ–а савезне агенције у САД су значајно унапредиле ефикасност пословања и постигле висок степен усаглашености са међународним стандардима. Појачане су надзорне активности управо у складу са препорукама међународних и домаћих реформи. Посебно је унапређен сегмент контроле управљања ризицима пословања<sup>152</sup> у банкама. Свеобухватна тестирања су интегрисани део надзорних пракси регулаторних тела, који утиче на комплексност пословања банкарских организација (Табела 3.1). Највиши ниво квалитета усаглашености је постигнут у контроли банака, где су предложене мере у потпуности имплементирани и у фази шире примене. Највећи број потпуно примењених мера је постигнут у области регулативе и супервизије финансијских тржишта, при чему је одређен број у фази шире примене и делимичне примене. Најмањи број усклађености је остварен у надзору и супервизије сектора осигурања, у којем је већи сет мера у широкој примени и у фази делимичне имплементације.

---

<sup>150</sup> Financial Modernisation Act, Gramm–Leach–Bliley Act.

<sup>151</sup> Под трансакцијама финансирања хартија од вредности обухваћене су репо трансакције, реверзне репо трансакције, трансакције позајмљивања хартија од вредности и трансакције продаје хартија од вредности.

<sup>152</sup> У овом сегменту се посебно указује на значај спровођења тзв. „стес тестова.“

**Табела 3.1 Усклађеност са међународним стандардима**

<b>Регулатива и супервизија хартија од вредности</b>	<b>Супервизија и регулатива банака</b>	<b>Супервизија и регулатива осигурања</b>
Јасан и доследан регулаторни процес	Независност, одговорност, ресурси	Промене у контролним и портфолио трансферима
Професионални стандарди и поверљивост	Сарадња и колаборација	Превентивне и корективне мере
Редовне опсежне ревизије регулатора	Дозвољене активности за банке	Примена уредби
Сукоб интереса и неусклађеност подстицаја	Критеријуми за издавање дозвола за рад	Ликвидација и излазак са тржишта
Овлашћење и контрола рада саморегулаторних организација	Пренос значајног учешћа у власништву	Реосигурања и други облици трансфера ризика
Инспекција, истрага и надзор овлашћења	Најважније аквизиције	Инвестиције
Овлашћења за имплементацију	Пристап супервизора	Јавно обелодањивање
Пуномоћје за објављивање јавних и осталих информација	Супервизорско извештавање	Борба против превара у осигурању
Механизми објављивања јавних и осталих информација	Овлашћења за корекције и санкционисање	Размена информација и поверљивост
Помоћ страним регулаторима	Односи унутрашње и спољне контроле	Лиценцирање
Фер и правичан третман власника хов	Кредитни ризик	Поузданост особа
Рачуноводствени стандарди	Проблем имовине, одредбе и регулаторне резерве	Управљање ризиком и интерне контроле
Надзор ревизора	Ризик земље и трансфера	Преглед и извештавање супервизора
Независност ревизора	Тржишни ризик	Управљање ризиком предузећа за потребе солвентности
Стандарди надзора	Каматни ризик у банкарским књигама	Адекватност капитала
Надзор кредитних рејтинг агенција	Ризик ликвидности	Посредници
Надзор субјеката који раде извештаје и анализе	Интерне контроле	Управљање пословањем
Објављивања за процене подобности усаглашености са међународним стандардима	Објављивање и транспарентност	Спречавање прања нова и борба против финансирања тероризма (AML/CFT) <sup>*</sup>
Надзор хец фондова	Одговорности, задаци и овлашћења	Макропруденцијални надзор и контрола
Стандарди уласка за посреднике на тржишту	Супервизорске технике и алати	Сарадња и контрола супервизора
Капитал за тржишне посреднике	Консолидовани надзор	Међугранична сарадња и управљање кризом
Управљање неуспехом тржишних посредника	Корпоративно управљање	Циљеви, овлашћења и одговорности супервизора
Супервизија размене и система трговања	Процеси управљања ризиком	Независност, одговорност и средства супервизора
Откривање манипулација и нефер пракси трговања	Адекватност капитала	Корпоративно управљање

Регулатива и супервизија хартија од вредности	Супервизија и регулатива банака	Супервизија и регулатива осигурања
Управљање великом изложеношћу, основни ризик и поремећаји на тржишту	Концентрација ризика и великих изложености	Процена
Одговорност регулатора	Трансакције са повезаним лицима	Надзор ширих група
Независност и одговорност	Оперативни ризик	
Мониторинг, управљање и избегавање системског ризика	Финансијско извештавање и спољни надзор	
Ефикасни и кредибилни програми супервизије	Злупотреба финансијских услуга	
Потпуно, прецизно и правовремено објављивање		
Разграничење и чување усклађености с међународним стандардима		
Процена имовине, цене и оркупа у систему усклађености с међународним стандардима		
Интерне контроле/управљање ризиком/супервизија посредника		
Ауторизација и захтеви за системе трговања		
Транспарентност трговања		
Одговарајућа овлашћења, ресурси и капацитет регулатора		
Стандарди за заједнична инвестициона улагања		

Напомене: Тамно сива позадина означава у потпуности примењене мере, анализирани и усклађене.

Светло сива позадина означава мере које су у широкој примени, које су у највећој мери анализирани и усклађене.

Бела позадина означава мере које су делимично примењене, делимично анализирани и усклађене.

\*) Anti-Money Laundering/Combating the Financing of Terrorism (AML/CFT).

Извор: International Monetary Fund (2015). *United States Financial System Stability Assessment*. IMF Country Report No 15/170 стр. 27.

Линк: <https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=43055.0>.

## 2. Реформе у регулацији финансијских тржишта у ЕУ

Јединствен регулаторни оквир европског тржишта капитала креиран је са циљем обезбеђења једнаких услова за прекогранично пословање свих учесника, уз јаку конкурентску позицију европског тржишта капитала. Тржиште финансијских услуга је у четвртм кварталу 2007. године чинило 5,0% БДП–а ЕУ28,<sup>153</sup> уз стопу отворених конкурса за посао у области финансијског посредовања на нивоу еврозоне од 1,9% у 2008. години.<sup>154</sup> Иако велики број емпиријских истраживања указује на позитивну корелацију између финансијске развијености и економског раста, као и позитивни утицај развијених и јединствених финансијских система држава чланица на привреду ЕУ, у периоду до почетка XXI века, на нивоу ЕУ, није постојао јединствен став и дефинисан политички правац успостављања јединственог европског финансијског тржишта. У периоду након формирања Европске економске заједнице, 1958. године, успостављена је минимална хармонизација техничких стандарда, која је омогућавала избегавање административних баријера. При том је основна препрека брже хармонизације правних одредби била подела система у чланицама ЕУ на континентално и англосаксонско правно и економско окружење (Quaglia, 2009). Процес финансијске глобализације и развој савремених интернет технологија након 1990. године, допринели су креирању софистицираних финансијских производа и услуга, који су убрзали процес интеграције финансијских тржишта и довели до ублажавања разлика између финансијских система унутар ЕУ. Ово је, уз увођење евра као заједничке валуте дванаест држава 1999. године,<sup>155</sup> резултирало променом концепта и регулативе заједничког финансијског тржишта.

Економска и финансијска криза је показала да је банкарски систем ЕУ осетљив на шокове, с обзиром да се проблем у једној банци веома брзо може проширити на друге, уз знатно шири утицај на депоненте, ниво инвестиција и целокупни, нефинансијски и финансијски, сектор привреде. Глобална криза је резултирала

---

<sup>153</sup> Извор: Евростат (*енг.* Eurostat). Линк: [appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do). У четвртм кварталу 2014. године тржиште финансијских услуга је чинило 4,9% БДП–а.

<sup>154</sup> Индикатор стопа отворених конкурса за посао мери проценат слободних радних места у поређењу са укупним бројем заузетих и слободних радних места. У последњем кварталу 2008. године, за еврозону је износио 1,8%, и смањен је за 0,3 п. п. у односу на исти квартал 2007. године. За период од 2009. године нису објављени подаци. Поређења ради, у Немачкој је са 3,5% у четвртм кварталу 2007. године смањен на 3,0% у последњем кварталу 2008. године, док је у Великој Британији смањен са 2,4% на 1,9%, што указује да је до смањења дошло и у англосаксонским и континенталним финансијским системима. Извор: Евростат. Линк: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.

<sup>155</sup> Јединствену валуту, евро, 1999. године су прихватиле: Аустрија, Белгија, Финска, Француска, Грчка, Ирска, Луксембург, Холандија, Немачка, Португалија и Шпанија.

преиспитивањем механизма за очување финансијске стабилности у Европској унији с посебним акцентом на јачање надзора финансијског сектора у свим земљама чланицама. У ЕУ је развијен механизам за праћење и очување финансијске стабилности, међутим остварење није базирано на обавезујућим директивама и засновано је на добровољности чланица. Као и у САД, институције ЕУ су брзо реаговале на глобалну економску кризу, при чему је највећи број мера Европске централне банке био у складу с активностима на међународном нивоу. Структура финансијске супервизије је радикално промењена у ЕУ, увођењем Европског система финансијске супервизије.<sup>156</sup> Финансијска тржишта ЕУ, такође су предмет бројних регулатива. Ипак, првобитно предузете мере на нивоу ЕУ заснивале су се на индивидуалним плановима опоравка појединачних земаља, према нивоу изложености кризи и директној изложености националних финансијских сектора проблематичним хартијама од вредности.<sup>157</sup> Иако није постојао јединствен модел мера за излазак из кризе који би се применио на сва национална тржишта унутар ЕУ, од самог почетка су се искристалисале области и теме које су биле заједничке свим земљама. Најважније су биле мере за унапређење ликвидности и повећање капиталне основе у банкарском систему. Према подацима Европске комисије, помоћ влада европских држава у циљу спречавања потпуног колапса банкарског система подразумевала је подршку у вредности 1,6 билиона евра, што је око 13% годишње вредности БДП–а на нивоу ЕУ, у периоду 2008–2011. године (European Commission, 2014a). На нивоу ЕУ је покренут програм опоравка Европе, превасходно с циљем заштите радних места и одржавања социјалне стабилности, као и пружања подршке инвестицијама, чиме су биле заштићене банке и штедња. У првом налету кризе се успело у одржавању вредности евра и заштити земаља еврозоне од најгорег могућег утицаја кризе, при чему су компанијама из ЕУ обезбеђени услови за стабилно међународно пословање и инвестирање, међутим, то је подразумевало велике износе позајмица.

Шведски модел институционалног уређења борбе против кризних ситуација примењен је у ЕУ, јануара 2011. године, формирањем Европског одбора за процену

---

<sup>156</sup> European System of Financial Supervision (EFSF).

<sup>157</sup> Проблематичним хартијама од вредности били су директно изложени финансијски сектори следећих земаља: Немачка, Велика Британија, Аустрија, Француска, Шведска и Италија. Планови опоравка ових земаља су, у првој фази, захтевали обавезно обезбеђење средстава за докапитализацију банака, чији су кредитни потенцијал и капитална база били умањени. Докапитализација банака у европским земљама извршена је путем одобравања зајмова у замену за приоритетне акције без права гласа, чиме је извршена делимична национализација повећањем државног власништва у финансијском сектору, ради повећања основног капитала који би омогућио несметану кредитну активност банака. Поред докапитализације банака, обезбеђена су и средства за међубанкарске гаранције.

системског ризика.<sup>158</sup> Основна улога овог одбора је надзор пословања на финансијским тржиштима и упозоравање чланица Европске уније на потенцијалне финансијске опасности. Одбор је основан према споразуму три институције, Европског парламента, Европске комисије и Министара финансија чланица Европске уније око заједнички координисаних активности, у правцу избегавања криза у будућности. Постигнут је споразум о заједничкој контроли финансијских институција успостављањем три специјалистичке агенције за праћење пословања великих европских банака и осигуравајућих кућа. Помоћ у координацији рада националних регулатора обезбеђена је формирањем три институције које чине Европски систем финансијског надзора.<sup>159</sup> Ова три европска супервизорска тела су формирана како би се осигурала доследна примена правила ЕУ на националном нивоу. Формиране су институције за:

- супервизију банака и надзор над процесом докапитализације банака (Европско надзорно тело за банкарство);<sup>160</sup>

---

<sup>158</sup> Економска криза која је погодила Шведску почетком деведесетих година двадесетог века, потврђује да су државне интервенције најделотворнији начин успешног смиривања кризе банкарског сектора која настаје доношењем погрешних инвестиционих одлука. Сва потраживања која су постојала према шведском банкарском систему је гарантовала држава, чиме је обезбеђено улагање инвеститора и избегнуто панично напуштање шведског финансијског тржишта. У Шведској је основана Државна агенција за подршку банкама, с циљем обезбеђења финансијске подршке угроженим банкама. Основана је и Агенција за управљање кризом, која прати пословање банака и врши процену системског ризика, а чије се функције активирају паралелно с отпочињањем банкарске кризе. Ова агенција има водећу улогу у оперативном управљању банкарском кризом. Специфичност овог модела управљања кризама је јасно разграничење функција и обавеза свих јавних институција у периоду настанка кризе. Тако је Шведска почетком деведесетих национализовала банке, покрила део губитака и очистила билансе банака од ненаплативих потраживања. Потом су банке продате, при чему штедња није била угоржена. Цео процес је био праћен смањењем привредне активности и растом незапослености. Према подацима ОЕЦД-а, након раста БДП-а од 2,6% 1989. године, у периоду 1991–1993. године регистрован је велики међугодишњи пад БДП-а (1991. године -8,5%, 1992. године -11,3%, 1993. године -14,6%), након чега је до избијања глобалне економске кризе 2007. године, БДП растао. О утицају кризе на кретања на тржишту рада показују подаци о стопи незапослености, која је 1989. године износила 1,6%, док је у периоду након 1991. године (када је била 3,1%) незапосленост била знатно већа. После максимума од 9,1% у 1993. години, стопа незапослености се константно кретала изнад 5,6%, колико је износила 2000. године. Под утицајем глобалне економске кризе, у 2010. години стопа незапослености је достигла 8,6%. Инвестиције у основне фондове су 1989. године износиле 12,1% БДП-а, да би у годинама кризе 1991–1993. године забележено дезинвестирање (-14,6% БДП-а у 1993. години). Извор: ОЕЦД. Линк: <http://stats.oecd.org/>.

<sup>159</sup> European Financial Stability Facility (EFSF). Линк: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>  
Европски одбор за финансијску стабилност обухвата Европски одбор за системске ризике (ESRB) и Заједнички одбор Европских надзорних тела и националних надзорних тела.

<sup>160</sup> European Banking Authority (EBA). Линк: [https://www.eba.europa.eu/languages/home\\_en](https://www.eba.europa.eu/languages/home_en). Европско надзорно тело за банкарство је независно тело ЕУ, које је основано с циљем осигурања ефикасне и доследне примене регулативе о бонитету и надзор над европским банкарским сектором. Основни циљеви ове институције су одржавање финансијске стабилности у ЕУ, као и осигурање правилног и ефикасног функционисања банкарског сектора. Ради се о независном телу, које је одговорно Европском парламенту, Већу Европске уније и Европској комисији.

- надзор тржишта капитала и непосредан надзор агенција за кредитни рејтинг и репозиторијума трговања (Европско надзорно тело за хартије од вредности и тржиште капитала);<sup>161</sup>
- надзор осигурања (Европско надзорно тело за осигурање и пензије).<sup>162</sup>

Супервизија и надзор европског финансијског система су овим ојачани, чиме је обезбеђена и боља капитализација банака, повећана одговорност у пословању и обезбеђен континуитет у одобравању кредита нефинансијским секторима привреде и домаћинствима. Ова област регулације је посвећена решавању слабости финансијског система које су испољене у периоду кризе. Идеја је да банке у свим земљама које користе евро, о свом пословању извештавају заједничког супервизора, Европску централну банку, како би се централно разматрало питање пословања банака које су у кризи, у складу са заједничким правилима креираним у циљу смањења трошкова пословања и боље координације надзора и спровођења регулативе. Један од циљева овог програма је и ефикаснија заштита штедње на нивоу Европе, са крајњим циљем изградње ефикаснијег финансијског система, функционалнијег пословања банака и боље регулације и надзора над радом свих финансијских институција.

Европски савет и Форум за финансијску стабилност су, већ у новембру 2008. године, предложили заједничке смернице деловања на европском и међународном нивоу, с обзиром да је светски финансијски систем подразумевао тражење решења на глобално координисаном нивоу. Европска комисија је крајем новембра 2008. године, објавила пакет мера за ублажавање последица глобалне економске кризе, који је повлачио коришћење значајних износа буџетских средстава. Вредност овог плана за економски опоравак је износила 200,0 млрд евра, при чему је планирано спровођење на националном нивоу уз координацију и надзорну улогу ЕУ. Као крајњи циљеви ових активности прокламовани су: одржавање нивоа запослености и социјалне заштите грађана, уз повећање инвестиција у инфраструктуру. Прве активности које је ЕЦБ

<sup>161</sup> European Securities and Markets Authority (ESMA). Линк: <https://www.esma.europa.eu/>. Ова институција је формирана с циљем јачања заштите инвеститора и обезбеђења стабилног функционисања финансијског тржишта унутар ЕУ.

<sup>162</sup> European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA). Линк: <https://eiopa.europa.eu/>. Европско надзорно тело за пензије и осигурање је одговорно за подршку стабилности финансијског система, транспарентност тржишта и финансијских производа, као и заштите свих учесника на финансијском тржишту. Основни циљеви су ефикаснија заштита потрошача и враћање поверења у финансијски систем; обезбеђење високог, ефикасног и доследног нивоа регулативе и надзора али у складу с различитим интересима држава чланица и различитим уређењима финансијских институција; већа хармонизација и заједничка примена правила за финансијске институције и тржишта широм ЕУ; јачање надзора међуграничних група и промоција координисаног одговора надзорних органа у ЕУ. Ради се о независном саветодавном телу Европског парламента, Савета ЕУ и Европске комисије.



предузела подразумевале су подршку за краткорочну ликвидност уз 10,0 млрд евра усмерених на финансијска тржишта, смањење каматне стопе и гаранције на кредите, с циљем спречавања даљег ширења кризе.

Независни орган монетарне политике у еврозони је Европска централна банка, која је имала важну улогу у смиривању кризе формулисањем и спровођењем иновационих политика. Одлука ове институције да се банкама позајмљују износи неопходних средстава по ниским каматним стопама у периоду од три године ради покрића краткорочних обавеза, у великој мери је помогла да се тржиште смири у периоду од избијања кризе. С повећањем дисфункционалности финансијских тржишта, у периоду када су захтевани превелики приноси за кредитирање влада, ЕЦБ је креирала посебан програм куповине државних хартија од вредности које емитују земље ван еврозоне познат по називом директне монетарне трансакције (енг. Outright Monetary Transactions – ОМТ).<sup>163</sup> Овим програмом ЕЦБ је преузела обавезу куповине обвезница влада које су у проблемима, по разумној стопи захтеваног приноса, под условом да се владе обавезу на програм економских реформи, које ће бити спроведене уз асистенцију фонда за помоћ еврозоне, познатог као Европски механизам за стабилност.<sup>164</sup> ЕЦБ је почетком септембра 2012. године објавила одлуку о отпочињању овог програма, у складу са ситуацијом када се глобална економска криза из 2008. године претворила у кризу јавног дуга у државама еврозоне.<sup>165</sup>

Услови на финансијском тржишту су побољшани, а трошкови финансирања приватног сектора смањени применом описаних активности, уз раст тражње кредита, при чему је ЕЦБ фокусирана на пуну имплементацију мера монетарне политике.

Осим ових активности, ЕЦБ је примарно одговорна за монетарну политику. Основни циљ Европске централне банке је ценовна стабилност у средњорочном периоду. Према дефиницији, ценовна стабилност је одржана ако је стопа инфлације, мерена хармонизованим индексом потрошачких цена, мања од 2% али близу 2%.<sup>166</sup> На наредном графикону је представљено кретање индекса потрошачких цена у еврозони у периоду од 2006. године до 2015. године.

---

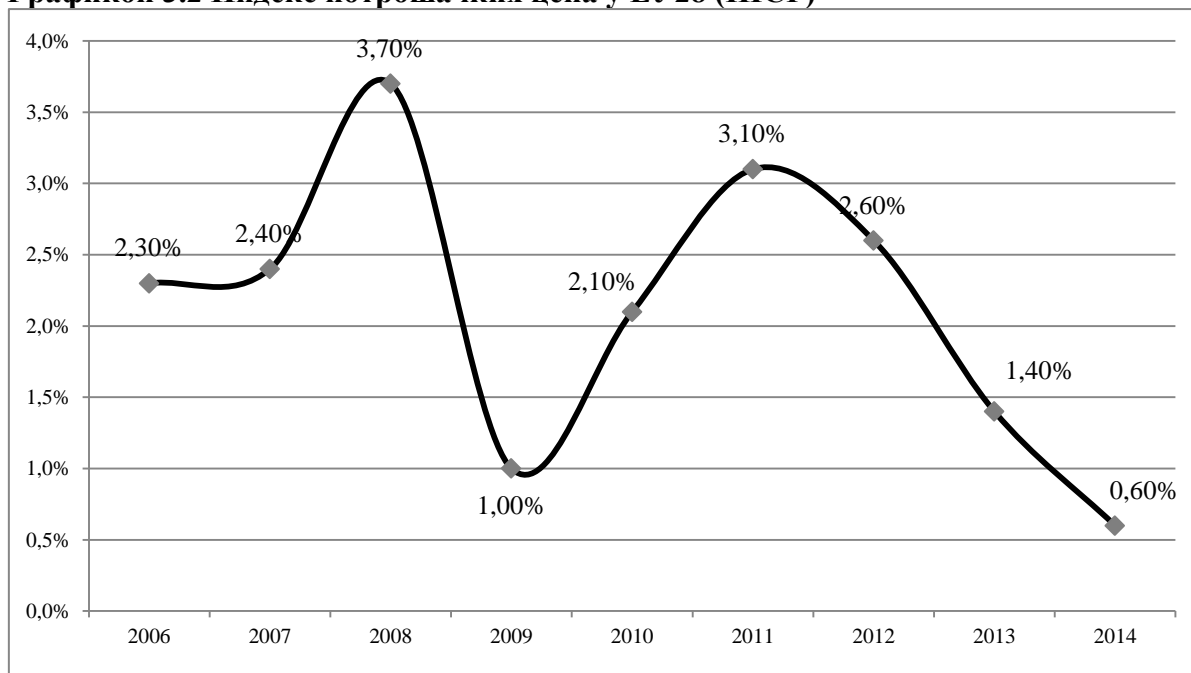
<sup>163</sup> Линк: [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html).

<sup>164</sup> European Stability Mechanism (ESM). Линк: <http://www.esm.europa.eu/index.htm>.

<sup>165</sup> Још током летњих месеци 2012. године, отпочеле су сумње инвеститора у финансијско стање држава чланица еврозоне које су касније запале у кризу јавног дуга. Стога су захтеване премије за преузимање ризика улагања у њихове хартије од вредности постајале све веће. У том контексту је Европска централна банка објавила програм ОМТ, с циљем враћања поверења у јединствену валуту и омогућавања задуживања овим земљама под повољнијим условима.

<sup>166</sup> Извор: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.en.html>.

**Графикон 3.2 Индекс потрошачких цена у ЕУ28 (HICP)**

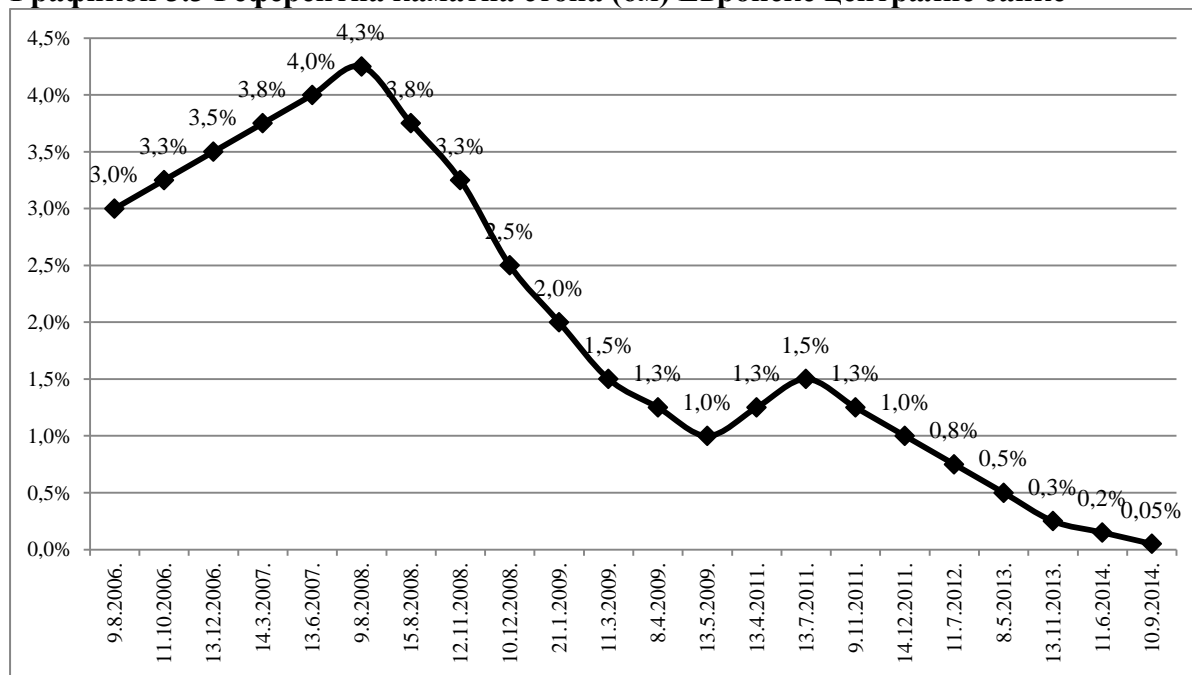


Извор: ЕЦБ.

Уз одржавање ценовне стабилности, ЕЦБ подржава економске политике остваривања високог нивоа запослености, одрживог и неинфлаторног економског раста, високог нивоа конкурентности и конвергенције економских перформанси. Европска централна банка је, половином априла 2015. године, објавила да ће водити лабаву монетарну политику, с обзиром да стимулативне мере подстичу економски опоравак. Управни одбор ЕЦБ је и током 2015. године одржавао референтну каматну стопу на историјски ниском нивоу од 0,05%, на ком се налази од септембра 2014. године. Маргинална каматна стопа од 0,3% није мењана, као ни камате на депозите преконоћних кредита од минус 0,2%. Мере које је покренула банка, укључујући квантитативно лабављење, оцењене су као ефикасне. На наредном графикону је представљено кретање референтне каматне стопе ЕЦБ, шестомесечног еурибора, у периоду 2006–2015. године. У настојању да подстакне привредни раст посустале еврозоне, ЕЦБ је у јануару 2015. године донела одлуку о откупу државних обвезница презадужених чланица монетарне уније, с циљем да, по узору на америчку централну банку, осигура новац за ту куповину с фиксним каматама. ЕЦБ је најавила куповину обвезница у вредности од 60,0 млрд евра месечно, у периоду од марта 2015. године до септембра 2016. године. Лансирање програма куповине обвезница укупне вредности 1,1 млрд евра значајно је умањило вероватноћу да ће ниска инфлација у европској

монетарној унији прерасти у дефлацију. Ипак, критичари програма залажу се за његово што скорије окончање, чим привредни опоравак еврозоне ухвати замах. Очекује се да ће овим програмом бити додатно снижене каматне стопе и на банкарске кредите, чиме ће се подстаћи инвестиције и потрошња.

**Графикон 3.3 Референтна каматна стопа (6м) Европске централне банке**



Извор: ЕЦБ. Линк: <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>.

Основни приоритет институција ЕУ је успостављање стабилног и поузданог финансијског сектора, који је у стању да ефикасно финансира потребе реалне привреде. Према постављеним кључним приоритетима објављеним у документу Европске комисије „Европа 2020“ (енг. Europe 2020) (European Commission, 2010)<sup>167</sup> специфициране су активности и области у којима је неопходно спровести зацртане реформе. У том погледу је од изузетне важности правовремено и потпуно спровођење уговорених реформи супервизије и надзора финансијског сектора. Уочени пропусти у виду регулаторних празнина, недовољне транспарентности, стабилности, надлежности и одговорности, морају бити отклоњени, посебно у сегменту тржине инфраструктуре и тржишта деривата. Неопходна је реформа бонитетних и рачуноводствених правила, као и правила која регулишу заштиту потрошача у форми јединственог европског правилника који, на одговарајући начин обухвата све финансијске секторе и тржишта.

<sup>167</sup> Линкови: [http://ec.europa.eu/europe2020/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/index_en.htm) и <http://ec.europa.eu/eu2020/pdf/COMPLET%20EN%20BARROSO%20%20%20007%20-%20Europe%202020%20-%20EN%20version.pdf>.

Слабости које су идентификоване у целом систему током финансијске кризе, захтевају реформу и јачање процеса управљања финансијским институцијама, посебно у домену утврђивања ризика и управљања ризиком. За све активности се указује на значај формулисања и спровођења опсежне политике која ће омогућити спречавање криза у будућности, као и рано откривање и управљање финансијским кризама. С обзиром на специфичну одговорност финансијског сектора у глобалној економској кризи, истиче се потреба разматрања доприноса финансијског сектора целом процесу реформи (European Commission, 2010).

Земље ЦЕ5<sup>168</sup> су, у националној регулативи, успоставиле посебне ауторитете за надзор, према националним моделима финансијске супервизије. Чланице ЦЕ5 које користе евро као националну валуту (Словачка и Словенија), у највећој мери су ускладили систем супервизије и регулативе са правилима Европске монетарне уније. У Словачкој је за надзор пословања и целокупну супервизију финансијског система задужена Национална банка Словачке,<sup>169</sup> која покрива банкарски сектор, тржиште капитала, осигурање и пензиону штедњу. Важан део интегрисаног система финансијске супервизије у Словачкој је Јединствено надзорно тело за финансијско тржиште, чије су ингеренције од 1. јануара 2006. године посебним законом<sup>170</sup> пренешене на Народну банку Словачке. У Словенији постоје три финансијске супервизорске институције, за банкарски сектор, осигуравајуће компаније и хартије од вредности. Супервизија пословања банкарског система је под надзором Централне банке Словеније,<sup>171</sup> пословање осигуравајућих друштава је под надзором Агенције за супервизију осигуравајућих компанија,<sup>172</sup> док је пословање с хартијама од вредности у надлежности Агенције за хартије од вредности.<sup>173</sup>

---

<sup>168</sup> Земље ЦЕ5 су чланице ЕУ28. У 2015. години евро, као националну валуту, су користиле Словачка и Словенија. Евро не користе Чешка Република, Словачка и Мађарска, у којима су у оптицају националне новчанице. Словенија је постала чланица Европске монетарне уније, и тринаеста чланица еврозоне 1. јануара 2007. године, док је Словачка шеснаеста чланица еврозоне и чланица Европске монетарне уније од 1. јануара 2009. године. Централне банке ове две земље су, даном придруживања еврозони, аутоматски постале део Евросистема.

<sup>169</sup> National Bank of Slovakia (словач. Národná Banka Slovenska, Eurosystem).

Линк: <http://www.nbs.sk/en/financial-market-supervision>.

<sup>170</sup> Закон о супервизији финансијског тржишта. Financial Market Supervision Act (Act. No. 747/2004 Coll. On Supervision of the Financial Market, амандман).

Линк: [http://www.nbs.sk/\\_img/Documents/\\_Legislativa/\\_BasicActs/A747-2004.pdf](http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Legislativa/_BasicActs/A747-2004.pdf).

<sup>171</sup> Bank of Slovenia, Evrosistem (слов. Banka Slovenije, Evrosistem) Линк: <http://www.bsi.si/>.

<sup>172</sup> Insurance Supervision Agency. Линк: <http://www.a-zn.si/Eng/Default.aspx?id=1>.

<sup>173</sup> Securities Market Agency. Линк: <http://www.a-tvp.si/Eng/Default.aspx>.

У Мађарској је успостављена јединствена супервизорска агенција<sup>174</sup> која обавља надзор над пословањем финансијског система, док у осталим земљама постоје специјализоване институције за супервизију банкарског сектора, тржишта капитала и осигуравајућих друштава. Мађарско јединствено надзорно тело<sup>175</sup> за финансијску супервизију пословало је од априла 2001. године до 1. октобра 2013. године, и било је задужено за надзор кредитних институција, али без надлжности за формулисање регулаторних одредби. Централна банка Мађарске<sup>176</sup> нема правне обавезе да пружа подршку мађарским кредитним институцијама, иако може вршити функцију зајмодавца у крајњој инстанци, у случајевима привремених проблема са ликвидношћу. Будимпештанска берза<sup>177</sup> је отворена 1990. године и представља самостално тело које је задужено за регулативу, оперативна правила и наплаћује накнаду за своје услуге. У Пољској од 2006. године функционише интегрисан модел финансијске супервизије која је под надзором посебне институције која се зове Комисија за финансијски надзор<sup>178</sup> и која је одговорна за надзор тржишта капитала, осигуравајућих друштава и пензионих фондова. Надлежност ове Комисије је проширена 2008. године на банкарски сектор. Чешка Република област надзора пословања финансијског система уређује преко пословања Централне банке,<sup>179</sup> која је задужена за супервизију банкарског сектора, сектора осигурања, тржишта капитала, пензионих фондова, кредитних унија и осталих финансијских института.

---

<sup>174</sup> Hungarian Consumer Protection Association (мађ. . Линк: <http://www.fome.hu/en/introduction/>).

<sup>175</sup> Hungarian Financial Supervisory Authority HFSA (мађ. Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete).

<sup>176</sup> Central Bank of the Republic of Hungary (мађ. Magyar Nemzeti Bank). Линк: [www.mnb.hu/](http://www.mnb.hu/).

<sup>177</sup> Budapest Stock Exchange (мађ. Budapesti Értéktőzsde). Линк: <https://bse.hu/>.

<sup>178</sup> Комисија за финансијски надзор (пољ. Komisja Nadzoru Finansowego).

Линк: <http://www.knf.gov.pl/en/index.html>.

<sup>179</sup> Czech National Bank CNB (чеш. Česká Národní Bank). Линк: [http://www.cnb.cz/en/supervision\\_financial\\_market/](http://www.cnb.cz/en/supervision_financial_market/).

### 3. Нови регулациони оквир Базелског комитета за надзор банкарског сектора (BCBS)

Базелски комитет за надзор банкарског сектора<sup>180</sup> је основан с циљем квалитетнијег надзора и супервизије пословања банкарског сектора.<sup>181</sup> Иако нема наднационални ауторитет и правну снагу донетих закључака, значај овог комитета се огледа у чињеници да дефинише основне стандарде супервизије и препоруке на основу најбољих пракси, обезбеђујући основне и заједничке принципе и стандарде супервизије које примењују супервизори у складу са регулативом у националним системима.

Процес глобализације, дерегулације и растућа волатилност финансијских тржишта широм света, дужничке кризе и развој нових финансијских инструмената резултирали су потребом формулисања посебних стандарда с циљем очувања финансијске стабилности. Базелски комитет је увео правила пруденционе контроле банака, која нису правно обавезујућа за банке, и која су морала бити усвојена у скупштинама земаља. Први међународни споразум о капиталу банака Базел I (*енг.* Basel Capital Accord) формулисан је, и формално усвојен, јула 1988. године (скуп правила је ступио на снагу јануара 1993. године), и представља јединствену формулу<sup>182</sup> за утврђивање адекватности капитала банака. Овакав показатељ је имао примену у различитим земљама широм света услед једноставне структуре, чиме је довео до пораста конкуренције банака на међународном нивоу, али и јаче дисциплине у процесу управљања капиталом. Ипак, уочени недостаци овог стандарда, током времена су чињеница да се ради о књиговодственим а не тржишним вредностима, јер су тржишни и оперативни ризици изостављени из анализе (адекватност капитала зависи од кредитног ризика). При оцени кредитног ризика не постоји разлика између дужника различитог квалитета и рејтинга, при чему се неадекватно сагледавала ризичност и ефекти употребе модерних финансијских инструмената и техника ублажавања ризика.

<sup>180</sup> Basel Committee for Banking Supervision (BCBS). Линк: <http://www.bis.org/bcbs/>.

<sup>181</sup> Базелски комитет је основан 1974. године у оквиру Банке за међународна поравнања (Bank for International Settlements – BIS, чије је седиште у Базелу, Швајцарска). У 2014. години је имао тринаест земаља чланица: Немачка, Француска, Италија, Белгија, Луксембург, Холандија, Шпанија, Шведска, Швајцарска, Велика Британија, Јапан, Канада, САД.

<sup>182</sup> Показатељ адекватности капитала банке се израчунава према формули:

$$\frac{\text{капитал}}{\text{кредитним ризиком пондерисана изложеност}} \geq 8\%.$$

Базел I дефинише елементе капитала банака, основне и допунске, пондере за израчунавање кредитног ризика по билансној активи (пондери ризика од 0%, 20%, 50% и 100%) и факторе кредитне конверзије за ванбилансне ставке (након чега се примењују одговарајући пондери ризика), и однос између капитала и укупне изложености банке (билансне и ванбилансне) пондерисане кредитним ризиком.

Уочавање ових недостатака резултирало је допунама препорука 1993. и 1996. године, увођењем капиталног захтева за тржишни ризик и новог инструмента за оцену тржишног ризика банке VaR (*енг.* Value at Risk).<sup>183</sup>

Јуна 2004. године, након вишегодишње сарадње Комитета с банкама и институцијама, формулисан је стандард Базел II који, осим одредби стандарда Базела I, обухвата и три стуба: *први стуб*, који дефинише минималне капиталне захтеве за кредитни, тржишни и оперативни ризик, уз могућност коришћења софистицираних модела и техника за њихово израчунавање; *други стуб* који учвршћује везу између оптималних капиталних захтева и врсте и степена ризика којима је банка изложена у свом пословању, уводећи процес интерне процене адекватности капитала и јачајући процес супервизије; и *трећи стуб*, који употпуњује везу између прва два стуба, истичући значај тржишне дисциплине увођењем минималних захтева за објављивање информација банака. Други сет правила је формулисан јер је уочено споро реаговање банака на промене и иновације на финансијском тржишту. Овај стандард подржава банке да континуирано врше интерну процену изложености ризику, као и контролу осетљивости пословања и нивоа адекватности капитала. Примена је почела 2006. године и представља један од основа међународне хармонизације банкарске регулативе и супервизије пословања банкарског сектора. Чланице ЕУ биле су у обавези да до краја 2006. године унесу у националне прописе све елементе овог стандарда,<sup>184</sup> чија је примена почела од јануара 2007. године.<sup>185</sup> Након тога су капитални захтеви више пута унапређени, усвајањем неколико нових директива.<sup>186</sup> Европска комисија је иницирала промене важећих прописа и увођење нових стандарда за ликвидност, дефинисање капитала, ризик друге уговорне стране, контрацикличне мере, системски значајне

---

<sup>183</sup> Формула према којој се израчунава VaR:

$$\frac{\text{ризиком пондерисане изложености (кредитни и тржишни ризик)}}{\text{капитал}} \geq 8\%.$$

<sup>184</sup> Базел II стандарди су имплементирани кроз две Директиве 2006/48/ЕЦ и 2006/49/ЕЦ (Директива о капиталним захтевима, *енг.* CRD – Capital Requirements Directive).

Линкови: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32006L0048&from=EN> и <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32006L0049&from=EN>.

<sup>185</sup> Примена комплекснијег приступа за израчунавање капиталних захтева за кредитни и оперативни ризик била је омогућена од јануара 2008. године, уз претходну сагласност супервизора.

<sup>186</sup> Најпре су усвојене три директиве којима се регулисала Директива о капиталним захтевима CRD II (2009/27/ЕЦ, 2009/28/ЕЦ, 2009/111/ЕЦ) и чија је национална имплементација завршена до 2010. године (регулисано је обухватање хибридних елемената у основни капитал банака, концепт велике изложености банака и сарадња супервизора). Већ током наредне 2011. године, чланице су морале имплементирати нови капитални захтев CRD III (2010/76/ЕЦ) који регулише имплементацију правила у вези са секјуритизацијом, тржишним ризицима и политиком награђивања. Ревизија и измена директива из 2006. године уследила је јула 2011. године, када је објављен предлог Директиве о капиталним захтевима CRD IV и Уредбе Европског парламента CRR (*енг.* Capital Requirements Regulation).

Линк: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0575&from=EN>.

финансијске институције, левериџ показатељ и увођење максималне хармонизације регулативе на европском нивоу (*енг. single rule book*). Све ове промене су реализоване у правцу најбоље хармонизације регулативе на европском нивоу, што није дозвољавало одступања од правила предвиђених новим регулаторним оквиром. Иако је цео систем стандарда значајно допринео усаглашавању пословања банака на међународном нивоу, након избијања глобалне финансијске кризе цео оквир Базел II стандарда је био критикован (Avgouleas, 2012:198). Криза је показала да се овај систем стандарда претерано ослањао на моделирање ризика и кредитне рејтинге, као и да су се национални супервизори превише ослањали на стручну експертизу моделовања ризика, услед чега супервизорске анализе нису биле довољно ефективне. Показало се да су механизми мониторинга много мање ефикасни него што се претпостављало, с обзиром да је могућност тржишних учесника да оцене ниво изложености банака ризику била ограничена, услед веома сложених инструмената којима су финансијске институције узајамно трговале и могућности да прикрију изложеност ризику банкарским пословима у сенци (*енг. shadow banking*).<sup>187</sup> Комплексност, нетранспарентност и повезаност пословања само су ојачали проблем институција које су „сувише велике да би прорпале.“ Могућности свих тржишних учесника да обављају надзор правилности пословања и пословне политике и праксе банака биле су смањене. Стандарди су били сувише фокусирани на поједине банкарске институције (микропруденцијална перспектива), чиме је занемарен утицај пословања у трговини и инвестицијама на финансијски систем као целину и његову стабилност (макропруденцијална перспектива). Међу важним узроцима настанка глобалне финансијске кризе су управо непостојање захтева за ликвидност и неадекватно капитализоване банке према различитим врстама активе са којом се капитал упоређује.

Глобална финансијска криза, уочавање нових слабости финансијског система и недостатака постојећих Базел стандарда, покренули су нови процес реформи регулативе финансијског сектора у оквиру Г20, Одбора за финансијску стабилност и Базелског комитета за супервизију банака. Као резултат ових активности децембра

---

<sup>187</sup> Банкарство у сенци представља кредитно посредовање које обухвата субјекте и активности изван регуларног банкарског система. Банкарски систем у сенци је, током глобалне финансијске кризе, допринео повећању системског ризика, директно и кроз повезаност са регуларним банкарским системом. Због тога се наглашава да је веома битно да се појача надзор и испита регулисање банкарског система у сенци (Financial Stability Board, 2011).



2010. године објављен је нови сет стандарда Базел III.<sup>188</sup> То је најзначајнији регулаторни одговор на кризу који доприноси јачању финансијског система управо квалитетнијим регулаторним оквиром и успостављањем макроепруденцијалног оквира који каналише решавање системског ризика, ублажавањем повезаности финансијских система и процикличности ризика (Caguana, 2012). Примена ових стандарда је уведена с циљем повећања квалитета капитала банака увођењем већег захтеваног нивоа капитала и смањењем системског ризика уз правовремени прелаз на нови режим. Овај сет стандарда је посвећен регулацији акционарског капитала банака (Basel Committee on Banking Supervision, 2010:12),<sup>189</sup> који представља компоненту капитала банака највишег квалитета, с претходно регулисаним активностима тржишних ризика и процес секјуритизације. Према овим правилима, банке ће морати под истим условима да повећају акцијски капитал како би испуниле минималне захтеве, с обзиром да је криза показала да је потребан виши ниво капитала банкарском сектору. Исте године су уведени и минимални стандарди који се односе на захтеве у погледу ликвидности банака.<sup>190</sup> У јуну 2011. године објављена је коначна верзија ревидираног документа који се односи на Базел III стандарде.<sup>191</sup> Најважнији елемент је повећан минимални захтев за акционарским капиталом на 4,5%. Уз ово је најављено да ће банке морати да имају и заштитни капитални амортизер, односно, резерве капитала за ограничавање расподеле добити (енг. Capital conservation buffer)<sup>192</sup> у вредности 2,5% акцијског капитала, како би биле у стању да издрже будуће периоде стреса. Све ове законодавне измене, резултирале су коначном формулацијом текста који регулише показатељ ликвидности, у јануару 2013. године.<sup>193</sup> Целокупна регулатива резултирала је унапређењем квалитета капитала и јачању капиталних захтева. Уведени су минимални

---

<sup>188</sup> Активности на формулисању нових стандарда започеле су још јула 2009. године, објављивањем првог пакета докумената „Enhancements to the Basel II framework,” “Revisions to the Basel II market risk framework” и “Guidelines for computing capital for incremental risk in the trading book.”

<sup>189</sup> Документ из децембра 2010. године „A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems“ стр. 12. Линк: [http://www.bis.org/publ/bcbs189\\_dec2010.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs189_dec2010.pdf).

<sup>190</sup> „International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring.“ Линк: <http://www.bis.org/publ/bcbs188.pdf>. У октобру 2014. године је објављена ревидирана верзија „Basel III: the net stable funding ratio.“ Линк: <http://www.bis.org/bcbs/publ/d295.pdf>.

<sup>191</sup> Документ из децембра 2010. године: „A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems – revised version.“ Линк: [http://www.bis.org/publ/bcbs189\\_dec2010.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs189_dec2010.pdf).

У јуну 2011. године је објављена ревидирана верзија „Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems.“ Линк: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>.

<sup>192</sup> Овим појмом се описују резерве капитала за ограничавање расподеле добити. Резерве капитала за ограничавање расподеле добити је категорија уведена у оквиру Базелских стандарда III, у циљу заштите у условима стреса. Банке су у обавези да одржавају овај индикатор изнад прописаног минимума, с обзиром да је дефинисан у циљу апсорпције губитака у периоду економске кризе.

<sup>193</sup> У јануару 2013. године је објављен документ „Basel III: The Liquidity Ratio.“ Линк: <http://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf>.

показатељи ликвидности и минимални стандарди за управљање ризиком ликвидности. Новина у процесу управљања ризицима пословања је унапређење процеса управљања ризицима које обезбеђује одговарајуће покриће свих ризика управљања капиталом. Додатни показатељ пословања банака је и левериџ рацио, који није заснован на степену ризичности активе. Уведен је сет мера у периоду кризе, које су резултирале формирањем адекватнијих резерви капитала. Посебно значајан део овог регулаторног оквира капитала је формирање макропруденцијалног плашта који омогућава решавање ризика од поремећаја финансијског система који могу дестабилизovati целу привреду, тзв. системског ризика (*енг. systemic risk*).<sup>194</sup> У том погледу је посебно важна намера да се смањи утицај финансијског система на појачане успоне и падове реалне привреде, односно, да се смањи процикличност, уз посебан нагласак потребе праћења заједничке изложености финансијских институција које су системски значајне. Стога је у наредној табели приказано кретање капиталног оквира почев од стандарда Базел I до Базел III.

**Табела 3.2 Основне одреднице оквира стандарда Базел I, Базел II и Базел III**

		Базел III	Базел II	Базел I
Захтеви за капиталом	Акционарски капитал	Минимум 4,5% Заштитни амортизер 2,5% Захтев 7%	Минимум 2%	≥ 8%
	Стуб I капитални захтеви	Минимум 6% Захтев 8,5%	Минимум 4%	
	Укупни капитал	Минимум 8% Захтев 10,5%	Минимум 8%	
Додатни макропруденцијални плашт	Контрациклични амортизер	У распону 0–2,5%		
	Додатни капацитет за апсорбовање губитака за системски значајне институције			

Извор: Caruana, J. (2010). *Enhancing financial stability – issues and challenges*. BIS. стр. 7.

Развој основних елемената Базелског споразума, кретао се у смеру управљања системским ризиком и доприносом свих појединачних финансијских институција

<sup>194</sup> У финансијском систему, системски ризик је онај који утиче на ефикасно функционисање финансијског система, а не само на појединачне финансијске институције. У извештајима међународних финансијских институција системски ризик се дефинише као ризик поремећаја финансијских услуга настао услед погоршања у финансијском систему (или у оквиру појединих сегмената), уз велику вероватноћу да резултира озбиљним негативним последицама по реалну привреду. Пре глобалне финансијске кризе, системски ризик је био потцењен. Caruana J. (2010) „Systemic Risk: how to deal with it?“ BIS. Линк: <http://www.bis.org/publ/othp08.htm>.

Системски (грч. *sýstēma*) означава оно што је недељиво од система, уграђено у систем (Клајн & Шипка, 2006: 1141).

стабилности националног финансијског система. У том контексту је уведен појам финансијских институција системског значаја (*енг. Systemically Important Financial Institution – SIFI*),<sup>195</sup> којим су обухваћене институције које морају имати капацитете за апсорпцију ризика изнад уобичајених стандарда и којима национални ауторитети могу поставити додатне капиталне захтеве. Оквир за СИФИ су поставиле две институције Базелски комитет и Одбор за финансијску стабилност чиме се посебно указује на четири компоненте: већа апсорпција губитака, интензивнија супервизија, боља реорганизација и јача инфраструктура.

Унапређење законодавства настављено је и након 2013. године, када је ступио на снагу нови сет прописа о капиталним захтевима CRD IV (*енг. Directive on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms*)<sup>196</sup> и регулативу о капиталним захтевима CRR (*енг. Regulation on prudential requirements for credit institutions and investment firms*)<sup>197</sup> чија је примена одређена од јануара 2014. године уз потпуну имплементацију од јануара 2019. године. Све чланице ЕУ биле су у обавези да директиву преведу у национално законодавство а Уредбу су морале директно примењивати. Све су то били разлози за јачање капиталне основе за покриће пословања. На нивоу ЕУ успостављено је посебно тело које се бави супервизијом банака, и прати примену прописа који се односе на стандарде из

---

<sup>195</sup> Економски ризици пословања у банкарском сектору, али и пословању осталих финансијских организација попут инвестиционих банака и осигуравајућих друштава условили су идентификацију и увођење овог појма. Посебна супервизија и регулација ових институција је уведена с циљем ограничавања могућности да оне постају „сувише велике да би пропале“ (*енг. to big to fail*) и ограничења било каквих претпоставки да ће им држава обезбедити финансијску подршку у случајевима финансијских потешкоћа. Стога се многе институције активно баве лобирањем против овакве ознаке, с обзиром да то захтева додатне и значајне регулаторне захтеве које морају да испуне. Ове институције су у посебном фокусу законодавне регулативе а и у САД су обухваћене регулаторном реформом коју спроводи администрација председника Обама. Овакве промене је иницирала глобална економска криза након 2008. године. Нова регулатива под „Dodd–Frank“–овим законодавством финансијским институцијама које испуњавају услове да буду означене као системски важне финансијске институције, поставља обавезу испуњења виших стандарда капитала и развој планова регулација пословања у случајевима настајања непредвиђених ситуација.

<sup>196</sup> Сет прописа CRD IV је уређен директивом 2013/36/EУ, која регулише одобрења за рад банака, стицање квалификованих учешћа у банкама, право на слободу оснивања банке и пружања услуга, овлашћења надлежних регулаторних тела држава чланица и одредбе које уређују оснивачки капитал банке и процес супервизорске процене. Овом директивом су прописани и захтеви резерве капитала за ограничавање расподеле добити (*енг. Capital Conservation Buffer*) и контрацикличне резерве капитала (*енг. Countercyclical Capital Buffer*). Основни циљ је усклађивање националних одредби које се односе на приступ банкарској делатности, модалитете управљања и супервизорски оквир. Линк ка страни са информацијама о регулативи: [http://ec.europa.eu/finance/bank/regcapital/legislation-in-force/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/bank/regcapital/legislation-in-force/index_en.htm); Линк ка Директиви: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0036&from=EN>.

<sup>197</sup> Уредба ЕУ 575/2013 је увела јединствене пруденцијалне захтеве за банке у погледу регулаторног капитала који се директно примењују. Поред тога успостављени су капитални захтеви за кредитни, тржишни и оперативни ризик, на ликвидност и на објављивање информација које врше банке. Линк: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0575&from=EN>.

Базела.<sup>198</sup> Улога институције за супервизију банака је успостављање заједничких регулаторних и супервизорских стандарда и пракси у ЕУ, давањем мишљења, израдом препорука и смерница али и нацрта регулаторних и спроведбених техничких стандарда. У том погледу треба допринети унапређењу функционисања интерног тржишта, посебно у погледу ефикасног нивоа регулације и надзора, обезбеђује интегритет, транспарентност, ефикасност и регуларно функционисање финансијских тржишта, доприноси јачању координације међународног надзора, конкуренције, адекватан надзор кредита и преузимања ризика и посебно јача заштиту потрошача.

---

<sup>198</sup> Европско тело за супервизију банака (*енг.* European Supervisory Authority или European Banking Authority) је основано Уредбом ЕУ 1093/2010. Ова институција има значајну улогу у примени прописа базелских стандарда. Линк: <https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/EBA-en.pdf?7aadc0e1722355df004c6da0a3fe6e14>.

#### 4. Актуелни принципи глобалног регулационог оквира у сфери финансија

Регулатива финансијског тржишта је основ за ефикасно функционисање финансијског сектора, с обзиром да се сви учесници ослањају на финансијске посреднике чије пословање треба да штити права корисника финансијских услуга. Глобални финансијски систем се, у периоду након кризе, суочио с великим и сложеним изазовима чије решавање није дозвољавало одлагања. Савремено пословање након глобалне кризе, намеће потребу формулације нових принципа регулационог оквира у области финансијског пословања. Чињеница да претходне норме и стандарди ипак нису успели да у потпуности обезбеде стабилност финансијског система, резултирала је новим формама глобалних договора. Глобална решења се проналазе и формирају под окриљем активности међународних институција, регионалних развојних банака, међудржавне сарадње, потписивањем међународних споразума и усвајањем неформалних стандарда и структура пословања (Avgouleas, 2012:158) а у потпуности су посвећени тежњи ка очувању финансијске стабилности. Претходна искуства у решавању кризних периода и сломова на финансијским тржиштима показују да се интервенција државе увек очекивала како би се обезбедило враћање поверења учесника у финансијски систем. Основни циљеви међународно координисаних активности су обезбеђење дугорочне финансијске стабилности и раста, као и предупређење будућих акција државе у кризама банкарског и целокупног финансијског система.

Међународна и национална регулатива финансијског пословања су неопходан сегмент функционисања свих финансијских система, услед сложености функционисања и значаја који ефикасан финансијски систем има за сваку друштвено економску заједницу. Иако је неспорна потреба чврсте регулативе, економска наука је усмерена на дефинисање концепта оптималног нивоа регулативе, који бенефите регулативе и контроле пословања максимизира у односу на трансакциони трошак постојања исте. Чињеница да је ниво развијености финансијског система у земљама различит, и условљен нивоом привредног развоја, намеће потребу преиспитивања улоге међународне регулативе, с обзиром да се сви финансијски системи не могу подвести под исти заједнички садржалац. Међународна супервизија и регулатива има различите ефекте у привредама различитог нивоа развијености, тако да су неопходне детаљне процене приликом увођења међународних норми, како би се избегли лоши резултати и непотребни трансакциони трошкови. Основна сврха координације на

међународном нивоу је да се повећа транспарентност пословања и обезбеди упоредивост података о финансијским системима на глобалном нивоу. Оваква могућност значајно повећава квалитет информација о свим учесницима финансијског система, обезбеђује тачнију процену ризика и финансијских параметара пословања. Међународна хармонизација супервизије и контроле финансијског система реализује се увођењем сета рачуноводствених стандарда, с обзиром да се ради о субјектима код којих је депонована штедња и расположива средства нефинансијског сектора. Рентабилно улагање ових средстава у квалитетне инвестиционе понуде, уз ефикасан трансфер средстава и регулаторне институције које прате цео процес, фактори су од којих зависи поверење целокупне јавности у финансијски систем. Ефикасна регулатива финансијских институција, осим контроле новца, обезбеђује и расподелу финансијских ресурса која подржава остварење виших друштвених циљева, попут повећања стопе запослености и контроле кретања инфлације.

Две водеће међународне институције које су посвећене проблему очувања финансијске стабилности на глобалном нивоу су ММФ и Светска банка. Под окриљем ових институција покренут је програм оцене стабилности финансијског сектора,<sup>199</sup> тзв. Програм процене финансијске стабилности (ФСАП) (енг. Financial Stability Assessment Program – FSAP),<sup>200</sup> којим се идентификују предности, ризици и слабе тачке финансијског система. Циљ програма оцене је правовремено уочавање препрека нормалном функционисању и даљем развоју финансијског система. Главна компонента је провера усаглашености са међународним стандардима за цео финансијски сектор. Најважније области које покрива Програм оцене стабилности финансијског сектора су:

- Идентификација и процена утицаја најзначајнијих извора макрофинансијског ризика;
- Институционални и регулаторни оквир банкарског сектора, тржишта капитала и сектора осигурања;
- Функционисање платног промета и постојеће финансијске инфраструктуре.

Према истраживању Дауда и Хачинсона (2014: 385), цео систем је избачен из равнотеже не само увођењем ограничења за преузимање ризика и подстицајима за преузимање системског ризика, већ и осигурањем депозита. То је остављало банкама простор за ризичнија улагања, у циљу стицања краткорочне добити, уз преношење

---

<sup>199</sup> Оцену стабилности финансијског сектора врши тим који чине експерти Светске банке, ММФ–а и специјалисте националних централних банака и супервизорских агенција.

<sup>200</sup> Линк: <https://www.imf.org/external/np/exr/facts/fsap.htm>.

ризика на пореске обвезнике. Наводећи да су модеран систем централних банака и бројне регулаторне институције уништиле стари систем управљања, који је дозвољавао преузимање ризика у разумним границама, они указују да се преношењем одговорности за лоше пословне процене на ширу друштвену заједницу, заправо поткопавају законски утврђена тржишна решења.

Да регулатива финансијских тржишта унутар ЕУ треба бити редизајнирана и хармонизирана у Европи, према регулаторном моделу циљева и функционисања, указано је још 2000. године у истраживачком документу о регулативи финансијског тржишта Универзитета у Пенсилванији (Giorgio, Noia & Piatti, 2000:25). Анализом која је спроведена на примеру организације супервизије у Италији, указано је на неопходност функционисања раздвојених независних агенција које би биле координиране с активностима централне банке, а регулисале би активности свих тржишних учесника. Радом три агенције би биле покривене области одговорности за финансијску микростабилност, транспарентност пословања и заштиту конкуренције на тржишту. Предлог је био да ове институције буду одговорне за свеобухватну координацију закона и спровођење прописа о финансијским тржиштима.

Сва дешавања током претходних година резултирала су потребом преиспитивања постојећег финансијског поретка у свету. Подршка оснивању нове регионалне развојне банке,<sup>201</sup> коју је покренула Кина, све је већа у развијеном свету и земљама у развоју. Постало је јасно да економске проблеме на глобалном нивоу не могу да реше само постојеће међународне финансијске институције (ММФ, Светска банка, Азијска развојна банка), већ да је потребан шири приступ проблему. Реформа глобалне финансијске архитектуре је неопходна управо из разлога што више није пожељна нити оправдана доминација само једне групе земаља.

Према мишљењу Емилиоса Авгуеласа (Avgouleas, 2012: 452), глобалне институције су на правом путу да успоставе координисан систем контроле финансијског пословања. Он предлаже успостављање глобалне институције која би вршила пруденциони надзор и контролу у свету. Иако указује да би то могао бити ММФ, наводи и бројне предлоге за бољу координацију и развој регулативе у овој области. При том наглашава да је неопходно да се цео систем заснива на четири ауторитета (стуба) како би се обезбедила ефикасна регулација и надзор и боље

---

<sup>201</sup> Меморандум о оснивању Азијске инфраструктурне инвестиционе банке потписан је октобра 2014. године, када је утврђено да је оснивачки капитал банке 100,0 млрд долара, а почетни акционарски капитал 50,0 млрд долара.

мапирани слабије истражени делови глобалног финансијског тржишта. У том погледу, нови међународни споразум би се се ослањао на успостављању инфраструктуре на основу које би се боље разумели настали ризици и обезбедила већа транспарентност целог процеса. Он предлаже формирање глобалног макроепруденцијалног супервизора, који ће пратити глобални системски ризик и поседовати све постојеће технике и средства за адекватно и благовремено истраживање ризика пословања банкарског сектора. Такође, указује на потребу формирања глобалног микропруденцијалног надзора великих финансијских транснационалних компанија. Формирање глобалног надзорног тела за креирање регулативе би обезбедило ефикасну, кредибилну и непристрасну међуграничну регулативу. Успостављањем сета основних и помоћних принципа који подупиру активности предложеног система управљања креираће се финансијска стабилност заснована на усвајању регулаторних стандарда који не нарушавају финансијску стабилност, а доприносе бржем економском расту и смањењу сиромаштва.

Бројне активности су предузете и на нивоу деловања Групе 20<sup>202</sup> чије су активности биле највећим делом умрежене с међународним финансијским институцијама. Активности су биле усмерене на формулисање општих препорука у домену регулативе и актуелности на финансијским тржиштима. Ипак, у каснијем периоду као много важније теме се намећу питања запослености, подршке иновацијама, радне активности младих, условима за пословање и могућностима за повећање инвестиција. Међутим, истраживање које је спроведено у оквиру истраживачких радова Европске централне банке 2014. године (Duca & Stracca, 2014), о утицају одржаних састанака на свим нивоима Групе 20, у периоду од 2007. до 2013. године,<sup>203</sup> показало је да састанци нису резултирали значајним и трајним утицајем на унапређење перформанси финансијских тржишта у фокусу истраживања (обухваћено је 65 земаља са свих континената). Истраживање је показало да су одлуке са самита углавном имале благ, краткорочан и несистемски утицај на кретање одабраних параметара финансијских тржишта (принос на акцијски капитал на целом тржишту и у банкарском сектору, тржиште обвезница, кретање цене акцијског капитала,

---

<sup>202</sup> Чланице Групе 20 су највеће развијене земље и земље у успону које чине две трећине светске популације, 85% светског БДП-а и око 75% глобалне трговинске размене. Чланице су: Аргентина, Аустралија, Бразил, Канада, Кина, Француска, Немачка, Индија, Индонезија, Италија, Јапан, Република Кореја, Мексико, Русија, Саудијска Арабија, Јужна Африка, Турска, Уједињено Краљевство, САД и Европска унија. Линк: <https://g20.org/about-g20/g20-members/>.

<sup>203</sup> У периоду 2008–2015. године одржани су годишњи самити у Вашингтону, Лондону, Питсбургу, Торонту, Сеулу, Кану, Лос Кобору и Сент Петербургу.



волатилност тржишта). Одбор за финансијску стабилност<sup>204</sup> је формиран априла 2009. године на самиту Г20 у Питсбургу, с циљем креирања препорука о предложеном правцу развоја глобалног финансијског система у периоду након глобалне економске кризе и мониторинга предложених мера.

Европска унија је у трећем кварталу 2015. године представила план за раст кредита нефинансијском сектору привреде, с циљем раста инвестиција на нивоу целе привреде. Основна замисао реализације плана „Унија тржишта капитала“ (European Commission, 2015a) је олакшано кретање капитала у оквиру постојећих чланица ЕУ28 и веће учешће нефинансијског сектора привреде у финансирању пословних активности путем тржишта капитала. Наиме, према подацима ММФ–а, око 30% емисије акција и обвезница у ЕУ28 се односи на нефинансијски сектор привреде, док у САД 70%. У плану је креирање оквира за оживљавање тржишта обвезница подржано активом банкарског сектора, односно на начин којим ће бити омогућен подстицај тако што би банке кредитне, одобрене физичким лицима, предузетницима и малим и средњим предузећима, препакивале у финансијски инструмент који ће бити понуђен инвеститорима на финансијским тржиштима.

---

<sup>204</sup> Financial Stability Board (FSB). Линк: <http://www.financialstabilityboard.org/about/>.

## ПОГЛАВЉЕ IV

# КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА ТРАНЗИЦИЈЕ ФИНАНСИЈСКОГ СИСТЕМА У РЕПУБЛИЦИ СРБИЈИ И ЗЕМЉАМА ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ

Почетком деведесетих година двадесетог века земље комунистичког блока започеле су процес трансформације привреда социјалистичког ка демократском режиму, односно, централно планских привреда у слободне тржишне привреде. Процес транзиције у земљама је резултирао различитим исходима који су у највећој мери зависили од историјског, културног, економског и политичког наслеђа, али и приступа транзицији (постепене реформе или шок терапија).<sup>205</sup> Основни циљ транзиције је стварање конкурентног тржишта и изградња стабилних институција тржишне привреде. Овај процес, који је отпочео 1989. године, резултирао је значајном променом политичког и економског амбијента националних ентитета у Европи и настајањем нових, тржишно уређених, држава које су временом забележиле привредни раст и постале важне карике међународног тржишта. Економско окружење земаља на почетку транзиционог процеса, било је идентично у свим земљама, почев од регулисане привреде и цена, монетарне политике која је коришћена као инструмент усмеравања новца у партијски дефинисане програме, недовољне понуде на тржишту, високог нивоа јавног дуга и буџетског дефицита, раширене мреже социјалних давања. Нервнотеже у овим системима су постале неодрживе, те је напуштање постојећег система и неопходност успостављања новог, била неминовност која је подразумевала изградњу нових институција и система тржишне привреде. Процес трансформације је реализован споријим или бржим темпом реформи, од земље до земље, које су спровођене с циљем реализације тржишних реформи, макроекономске стабилизације, приватизације и либерализације тржишта. Ове реформе су реализоване уз надзор и подршку међународних институција, при чему су ММФ и Светска банка биле најактивније у саветодавним активностима, техничкој подршци и програмима подршке пројектима

---

<sup>205</sup> Према економској литератури, процес транзиције се може реализовати према једном од два начина: постепене реформе (*енг. gradualism*) или шок терапија (*енг. shock therapy*). Постепене реформе или градуелизам је приступ процесу приватизације током којег се транзиционе промене постепено уводе, и заснован је на сарадњи свих сегмената друштва у процесу трансформације политичке и економске структуре. Други приступ је тзв. „шок терапија“ када се у изразито кратком периоду спроводе основне транзиционе промене, што подразумева директан утицај на државу, друштво и економски систем, односно, радикалне и брзе промене у свим областима друштвено–економског система. Водећи неолиберални аутори су углавном подржавали овакав темпо транзиције, уз претпоставку да ће, у процесу трансформације и одсуству некадашњих регулатора, тржиште обезбедити ефикасну алокацију ресурса која ће водити економском расту. Напредак може бити постигнут уз дерегулацију цена и девизног курса, слободну трговину, приватизацију и макроекономску стабилизацију.

земаља у транзицији током свих фаза овог процеса. Транзициони процес у земљама ЦЕ5 које су прошле трансформацију друштвено економског система, у првих пет година неизоставно је донео бројне проблеме и рецесију уз макроекономске дисбалансе (БДП, инфлација, фискални салдо, незапосленост), али су у каснијим фазама транзиције постепено почеле да се успостављају унутрашње и спољне равнотеже. Скоро све транзиционе привреде су прошле кроз фазе рецесије током првих година транзиције,<sup>206</sup> истовремено се суочавајући с великим потребама за улагањем, посебно у инфраструктуру, и потребом рационализације јавне администрације. Ефикасна изградња институција је омогућила брзу интеграцију ових земаља у светску привреду, при чему је искуство показало да је стабилан институционални амбијент један од најзначајнијих предуслова успешног процеса транзиције. Резултати транзиције у земљама ЦЕ5, исказани макроекономским параметрима, донекле се разликују, при чему је заједничка карактеристика да су успеле да значајно модификују своју привредну структуру, након почетног успоравања привредног раста и у каснијим фазама транзиције одрже високе стопе раста.

Транзициона реформа је подразумевала и транзицију финансијских система, што је био сложен и обиман процес и у земљама ЦЕ5<sup>207</sup> и Србији, којим је требало испунити низ циљева. Бројни аутори су се у емпиријским истраживањима бавили проучавањем међузависности економског раста и финансијског развоја, али углавном проучавањем података за развијене тржишне привреде. Прво озбиљније истраживање у ком је анализирана ова област за транзиционе привреде, објављено је 2002. године у оквиру истраживачких радова Народне банке Финске, када је аутор Коиву (2002)

---

<sup>206</sup> Према подацима Светске банке, 1991. године Чешка Република је забележила међугодишње смањење економске активности од -11,6%, Мађарска 1992. године од -3,1% и Пољска 1991. године од -7,0%. У бази података Светске банке за Словенију и Словачку нису расположиви подаци. Према подацима Уједињених нација просечна стопа раста земаља Источне Европе у периоду 1990–1999. године била је -3,0% (Чешка Република 0,1%, Мађарска -0,1%, Пољска 3,7%, Словачка 0,3%, Словенија 1,6%, Србија -0,8%). Према истим подацима у периоду 2000–2009. године просечна стопа раста у Источној Европи је достигла 4,4% (Чешка 3,3%, Мађарска 2,1%, Пољска 3,9%, Словачка 4,8%, Словенија 2,8%, Србија 4,9%). Извор: United Nations (2013) „National Accounts Statistics: Analysis of Main Aggregates“ Department of Economic and Social Affairs, Statistical Division, United Nations, New York. стр. 185–186.

<sup>207</sup> Под појмом земље у транзицији обухваћене су некадашње земље комунистичког блока које географски припадају различитим регионима. Централно европски регион, ЦЕ5 обухвата следеће земље: Чешка Република, Мађарска, Пољска, Словачка Република и Словенија. Транзиционе земље Балтичког региона су Литванија, Летонија и Естонија. Заједница независних држава (ЗНД) обухвата некадашње земље Совјетског савеза: Азербејџан, Белорусија, Јерменија, Казахстан, Киргистан, Молдавија, Руска Федерација, Таџикистан, Узбекистан. Туркменистан има статус придружене чланице од августа 2005. године у складу са стратегијом неутралности када је изашао из сталног чланства. Посматрачи су Монголија и Авганистан. Бивше чланице ЗНД-а су Грузија, која је иступила из чланства 2009. године након рата у Јужној Осетији и Украјина, која је иступила након Кримске кризе 2014. године и припајања Крима Руској Федерацији. Земље југоисточне Европе су: Албанија, Босна и Херцеговина, Република Македонија, Србија, Хрватска, Бугарска, Румунија и Црна Гора.

проучавала повезаност ефикасности банкарског сектора и економског раста (исказаног преко БДП–а по становнику) земаља у транзицији. Међутим, истраживање је било ограничено доступним подацима за веома кратак период од седам година,<sup>208</sup> што је онемогућило потпуно коришћење адекватних економетријских техника анализе и доношење релевантних закључака. Ипак, ово истраживање је указало да виши ниво квалитета финансијског сектора убрзава економски раст. Могући канали, којима се спроводи утицај на економски раст, су веће инвестиције, унапређење продуктивности или повећање штедње. Коиву указује да би било корисно испитати и утицај тржишта капитала на економски развој земаља у транзицији, иако је потврђено да је тржиште капитала далеко од развијеног у овим земљама. Као мера развијености финансијског сектора је коришћен износ кредита одобрених приватном сектору и разлика између каматних стопа на одобрене кредите и примљене депозите. Такође се указује да, у случају земаља у транзицији, вредност капитала финансијских институција није значајна за оцену ефикасности финансијског сектора. Инвестиције често могу бити контрапродуктивне услед меког буџетског ограничења и лошег пласмана кредита приватном сектору. Многе земље у транзицији су забележиле период кризе у банкарском сектору на почетку процеса транзиције.

Истраживање које је 2015. године објавила група аутора (Сојосагу, Falaris, Hoffman & Miller, 2015), показало је да су ефикасност и конкурентност финансијских система много важнији за економски раст у односу на величину финансијског система. Приказана је упоредна анализа транзиције финансијског система, кроз сегменте истраживања улоге финансијског тржишта у процесу приватизације, реформе банкарског сектора и анализе достигнутог степена развијености и детерминанти развоја финансијских тржишта. Аутори наглашавају да су неразвијеност финансијског система, меко буџетско ограничење и слаба конкуренција између банака у знатној мери успорили утицај финансија на економски раст. Кредити приватном сектору имају позитивну и значајну улогу у подстицању економског раста.

Развој финансијског система, који је важан сегмент реформи у земљама у транзицији, обухватао је две целине, приватизацију банкарског сектора и отварање домаћег финансијског сектора страним инвеститорима, уз целокупну реформу и формирање тржишта хартија од вредности. Банке земаља у транзицији су, услед неразвијености финансијског тржишта, биле примарни канал финансирања привреде

---

<sup>208</sup> Обухваћен је период 1993–2000. године.

јер банкарски сектор има најзначајнију улогу у финансијском систему транзиционих земаља. Истиче се значај развоја осталих сегмената финансијског тржишта с обзиром на позитиван утицај на економски развој, услед олакшаног приступа сектора предузећа изворима финансирања.

Искуство привреда ЦЕ5 за проучавање развоја финансијског система у Србији је значајно, јер се исти процес десет година касније одиграо у домаћој привреди. Анализа транзиције финансијског система Србије и реперних земаља ЦЕ5 обухвата период отпочињања процеса транзиције. Аутор Гомулка је 2000. године указао на три модела транзиционог приступа: модел шок терапије (карактеристичан за некадашњу Источну Немачку), модел постепених реформи (карактеристичан за земље бившег Совјетског Савеза) и модел брзе адаптације, који је карактеристичан за све источноевропске земље (Gomulka, 2000: 4), без обзира да ли су реформе спроведене бржим или споријим темпом.

**Табела 4.1 Транзиција у земљама ЦЕ5 и Србији**

Земље:	Почетна година и приступ транзиције	Чланство у ЕУ	Независност
Чешка Република	1990. шок терапија	1. мај 2004.	Јануар 1993. (од Чехословачке)
Пољска	1990. шок терапија	1. мај 2004.	Новембар 1989. (Напуштање источног блока)
Мађарска	1990. постепене реформе	1. мај 2004.	Октобар 1989. (Напуштање источног блока)
Словачка	1990. шок терапија	1. мај 2004.	Јануар 1993. (од Чехословачке)
Словенија	1990. постепене реформе	1. мај 2004.	Јун 1991. (од СРЈ)
Србија	2000. постепене реформе	формални почетак преговора 21. јануар 2014. године	2006. (од СЦГ)

Извор: Националне статистике.

Земље ЦЕ5 су, у периоду социјализма имале неразвијен финансијски систем. Либерализација тржишта и формирање ефикасних институција у финансијском сектору представљало је значајан изазов за земље у транзицији, посебно услед чињенице да је формирање тржишно оријентисаних банкарских система отпочело без претходних искустава, уз проблеме с почетком примене правила финансијске контроле као и без транспарентности пословања. Након прихватања контролних правила

Европске уније, системских решења и едукације на свим нивоима, већина ових земаља је постигла запажен напредак и у развоју тржишта капитала, након чега је унапређена тржишна инфраструктура и ефикасност финансијског система. И финансијски систем Србије је, након 2000. године, потпуно отворен за улазак страних банака, при чему се економска политика до глобалне кризе базирала на прекомерној јавној и личној потрошњи, расту спољне задужености и неефикасној приватизацији, што је довело до негативне промене привредне структуре наше земље. Макроекономски амбијент Србије је, за разлику од ЦЕ5 детерминисан наслеђеном привредном структуром из периода пре транзиције, која је била под утицајем периода рата и санкција, затим недоследном економском политиком после 2000. године и утицајем глобалне финансијске кризе од 2008. године.

## 1. Транзиција финансијског система у земљама Централне Европе (ЦЕ5)

Финансијски систем земаља ЦЕ5 је, у периоду до деведесетих година прошлог века, под социјалистичким режимом, био неразвијен и тржишно пословање банака је било ограничено пасивном алокацијом средстава фирмама, према централном плану. У то време нису постојали, нити се примењивали, класични институти тржишног пословања и институт система управљања финансијским ризиком. Новац је, као средство размене, имао ограничену улогу у економији. Каматна стопа на штедне депозите је административно успостављана, није постојала оцена кредитне способности клијената и процена кредитног ризика зајмопримаца, дакле, није функционисао менаџмент ризика и није постојао систем банкротства и одржавања ликвидности. Функције централне банке су комбиновале стандардну функцију монетарних ауторитета и класичне банкарске послове. Банке су, у неким земљама, биле специјализоване за послове у различитим секторима, попут финансирања извозних послова, финансирања дугорочних инвестиција, пољопривреде и прехранбене индустрије. На другој страни, само је државна штедна банка прикупљала расположиве ресурсе и депозите домаћинстава. Банкарско пословање је карактерисала сегментација пословања по функционалним пословима.

Транзиција економског поретка у земљама Централне Европе, одвијала се упоредо уз транзицију финансијског система, крајем зиме 1989. и почетком 1990. године. Банке су биле доминантне финансијске институције, и процес транзиције финансијског система је био усмерен ка развоју тржишно оријентисаних финансијских институција. Истовремено, у свим земљама у транзицији најпре се отпочело са укидањем монобанкарског система, при чему је новину представљало ново законодавство и дозвољено је оснивање приватних банака, чиме је омогућено страним финансијским институцијама да се појаве на транзиционим финансијским тржиштима. Банке су почеле да послују као универзалне банке, док је надлежност централне банке била монетарна политика, политика девизног курса и надзор над пословањем сектора пословних банака. Овако уведена банкарски систем у ЦЕ5 у највећој мери је био сличан систему који је постојао у ЕУ. Дакле, транзиционе привреде је почетком деведесетих година карактерисао брзи раст банкарског сектора и улазак страних банака, као и смањење учешћа државног власништва у финансијском сектору.

У првим годинама транзиције банке у државном власништву су биле ван утицаја централне банке, а велики део проблематичних кредита (ненаплативих зајмова)

је био отписан (Нои, 2005). Реструктурирање и приватизација банака су уследили у каснијем периоду, када су формиране комерцијалне банке и када су стране банке, углавном из западне Европе, почеле с отварањем представништава у земљама у транзицији. У земљама ЦЕ5, као и већини земаља у транзицији централне и источне Европе, улазак страних банака је био предвођен аустријским банкама.<sup>209</sup> Улазак већег броја страних банака убрзан је након 1998. године, при чему је овај тренд одржан и након 2000. године, мада нешто споријим темпом.<sup>210</sup> Улазак страних банака допринео је значајним новинама у пословању банкарског сектора, при чему је унапређен систем управљања у банкарству и технологија пословања, а до изражаја долази и коришћење ефеката и предности економије обима у пословању банкарског сектора. Стране банке су допринеле јачој повезаности финансијског и индустријског сектора, кроз значајнији раст кредита одобрених приватном сектору, што је повољно деловало на привредни раст земаља ЦЕ5. Смањена је и концентрација економске моћи на банкарском тржишту, које се више није ослањало на неколико већих банака, већ разуђену мрежу банака углавном у страном власништву.<sup>211</sup>

Међутим, либерализацију банкарског система пратили су и бројни проблеми, услед наслеђених пракси и регулативе претходног система. Закони о банкрутству и реализација уговора су били неефикасни, уз непостојеће механизме ефикасног спровођења законских одредби у пракси. Други проблем је представљало меко буџетско ограничење, које је доминирало у функционисању некадашњих фирми у државном власништву као и проблем моралног хазарда који се одржао у управљачком кадру финансијског и нефинансијског сектора привреде. Истраживање, које је 2001. године спровео Де Хас (De Naas, 2004), показало је да меко буџетско ограничење опстаје и у условима када је улазак страних банака на тржиште у транзицији допринео повећаној ефикасности пословања, па чак и након спроведене реформе финансијског сектора. Он је указао на три области у којима правни систем у транзицији треба бити унапређен, како би допринео ефикасности транзиционог процеса у целини. Правни систем је на почетку транзиције био у фази развоја, а локални финансијски системи временом постају део глобалног финансијског тржишта, што захтева међународни

---

<sup>209</sup> Улазак банака из западне Европе на тржишта земаља ЦЕ5 био је предвођен банкама: „Raiffeisenbank“, „UniCredit“, „Erste Group“, „Нуро Аlpe–Adria Bank“ и „Volksbank.“

<sup>210</sup> У земљама централне и источне Европе доминирају банке из Аустрије, Белгије, Италије и Немачке. Након уласка страних банака до 2000. године у земљама ЦЕ5 страна представништва је отворило 10 банака западне Европе, док је у периоду 2000–2005. године страна представништва отворило 8 банака.

<sup>211</sup> На тржишту земаља ЦЕ5 1989. године је пословало знатно мање банака него 2013. године, када је број банака које су регистроване и пословале у овим земљама достигао две стотине.



приступ закону и финансијама у транзицији. Дакле, прво је неопходно развој финансијских система у транзицији сагледати као динамички и међународни приступ развоја закона и финансија у транзицији. Друго, неформалне институционалне варијабле могу бити много важније у детерминисању финансијског и економског развоја земаља у транзицији у односу на формалне институције. То указује на потребу знатно ширег правног гледишта институционалног окружења финансијске развијености. И треће, правно гледиште транзиционог развоја, нема довољно развијену теоретску потпору. Стога су неопходна даља истраживања трансмисионих механизма између закона и финансија, као и финансија и економског раста (De Naas, 2004:394).

Према Гардоу (2010:14), структура и ефикасност система управљања у банкарском сектору земаља у транзицији Европе су посебно важни за раст и развој из најмање три разлога:

1. Банке имају круцијалну улогу у економском развоју земаља у транзицији, с обзиром да је у овим земљама заступљен банкоцентричан финансијски систем,
2. Банке су главни извор и канал одобравања финансијских средстава и стога значајно детерминишу ефикасност агрегатне алокације капитала, од чега зависи привредни раст,
3. Промена режима након 1989. године, имала је далекосежне последице по реформу банкарства и увођење неопходних тржишних структура управљања у банкарском сектору.

Успешно спровођење транзиционог процеса је показало да су неопходне корените реформе банкарског сектора, како би процес транзиције водио напретку и економском расту. У том погледу је од посебне важности и улога супервизије над финансијским тржиштем земаља, у циљу обезбеђења адекватног функционисања тржишта, као и стабилност, безбедност и транспарентност операција на финансијском тржишту, уз поверење и заштиту интереса свих тржишних учесника. Овај сегмент је постао посебно важан у условима савремене економске кризе. У земљама ЦЕ5 је улога берзи и осталих финансијских небанкарских институција, слабије заступљена. Ипак, функционисање и улога осигуравајућих компанија, лизинг друштава и пензионих фондова у финансијским токовима ових земаља расте од 2000. године, мада споријим темпом у периоду након отпочињања кризе.

## 1.1 Финансијска тржишта и процес приватизације

Процес приватизације, као једна од најзначајнијих компоненти транзиционог тока свих земаља ЦЕ5 и Србије, подразумева постепен прелазак са доминантног модела друштвене или државне својине на приватно власништво. У основи овог концепта налази се став да ефикасну привреду, засновану на постојању друштвених и економских слобода није могуће створити без доминације приватне својине. Процес приватизације јавног сектора започела је још Маргарет Тачер у Великој Британији, почетком осамдесетих година прошлог века.<sup>212</sup> Осим приватизације, спроведена је и дерегулација финансијског сектора, посебно укидањем регулативе на тржишту капитала,<sup>213</sup> уведено је флексибилно тржиште рада, под утицајем монетаристичке теорије и неолибералног приступа реформама. И поред бројних штрајкова и повећања незапослености, смањења социјалних давања и других проблема, процес приватизације је резултирао растом продуктивности радне снаге и вишеструким повећањем БДП–а Велике Британије.<sup>214</sup> Од тада процес приватизације постаје глобални феномен који се спроводи и у развијеним земљама, и земљама у транзицији и развоју. Процес приватизације се, у свим земљама, спроводи с циљем унапређења ефикасности пословања.<sup>215</sup> Искуство свих земаља је показало да држава остварује приходе од процеса приватизације, али и веће пореске приходе услед унапређене ефикасности пословања захваљујући управљању приватних власника, при чему се смањују расходи државе на субвенције и додатна давања. Процес приватизације у земљама ЦЕ5 и Србији резултирао је променом производне и извозне структуре привреде, али и променама у нивоу запослености.

Приватизациони процес се одвијао кроз неколико различитих модела, којима су својствене одређене предности и недостаци. Постоје четири основна модела приватизације путем којих државна имовина прелази у приватну: денационализација,

---

<sup>212</sup> Спроведена је приватизација у области електропривреде, телекомуникација, производње и дистрибуције гаса, рудника угља, као и авио превоза. Процесом приватизације је остварен приход у вредности 29,0 млрд фунти, што је позитивно деловало на јавне финансије и омогућило реализацију политике смањења пореских стопа.

<sup>213</sup> Раст финансијског и сектора услуга су постепено компензовали смањење индустријске производње.

<sup>214</sup> Према подацима Евростата, БДП Велике Британије је 1979. године износио 321 млрд евра. На крају владавине Маргарет Тачер, 1990. године био је 2,7 пута већи, и износио је 862 млрд евра, док је 2014. године износио 2,2 билиона евра и био 7 пута већи у односу на 1979. годину. (Извор: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, приступ 6. јун 2015. године).

<sup>215</sup> Привредни субјекти који се налазе у државној или друштвеној својини, у највећем броју случајева су пословали с губицима услед неефикасног менаџмента, лоше организације пословања и великог броја запослених. Осим тога, најчешће послују у условима меког буџетског ограничења, при чему држава одобрава субвенције и формира посебне пореске олакшице и дотације.

продаја, бесплатна подела имовине и акционарство запослених (Мијатовић, 2002:267). Процес денационализације, који подразумева враћање својине некадашњим власницима у облику натуралне реституције или компензације, условљен је политичком вољом влада, при чему најчешће није постојала политичка воља да се изврши шира реституција.<sup>216</sup> Доминантан модел приватизације била је продаја државне имовине приватним власницима<sup>217</sup> путем директне продаје најповољнијем понуђачу или јавним уписом акција. Паралелно са реализацијом процеса приватизације, владе земаља у транзицији тежиле су јачању финансијског тржишта и инструмената, с циљем промоције акционарства и развоја средњег слоја становништва.<sup>218</sup> С тим циљем, продаја капитала углавном није подразумевала преузимање 100% власништва, уз анимирање грађанства да уписују власништво над акцијама уз одређене дисконте. У моделу јавног уписа акција, акције су продаване приватним лицима и институционалним инвеститорима, при чему држава најпре фиксира цене акција. Код модела директне продаје најповољнијем понуђачу, организује се прикупљање понуда или се директно преговара са инвеститорима. Приватизација државних предузећа кроз модел продаје спроведена је у Мађарској, где је превладало мишљење да се ефикасно управљање приватизованим предузећима може реализовати само уколико се она продају директно власницима који имају искуства и заинтересовани су да унапреде систем производње. Након отпочињања процеса приватизације, после пада Берлинског зида, услед чињенице да је на продају био велики број предузећа, настао је и нов концепт приватизације који је подразумевао бесплатну поделу ваучера за приватизацију грађанима на основу задатих критеријума, којима су они имали право куповине акција предузећа.<sup>219</sup> Чешка Република и Словачка су најпознатији примери спроведених ваучерских приватизација. Чешка Република је процес ваучерске приватизације организовала централизовано за велики број предузећа, при чему ваучери нису били преносиви међу грађанима, већ су могли бити продати само инвестиционим фондовима који су куповали акције предузећа откупљеним ваучерима.

---

<sup>216</sup> Највећи напор у спровођењу денационализације и најобимнију реституцију је спровела Естонија, док је у осталим земљама у транзицији неефикасно спроведена, примарно услед недостатка политичке воље (што је био случај и у земљама ЦЕ5).

<sup>217</sup> Пример је поменута приватизација у Великој Британији током осамдесетих година прошлог века, чије је искуство покренуло приватизацију у великом броју развијених и земаља у развоју.

<sup>218</sup> И јачање тржишта капитала, уз промоцију акционарства становништва такође је реализовано услед позитивног искуства Уједињеног Краљевства, када је број становника који поседује акције повећан са 7% на 25%, што је резултирало и повећањем прихода физичких лица.

<sup>219</sup> Ваучери су се делили према критеријумима година радног стажа и година старости, при чему су додељивани у једнаким или различитим износима.

Пољска и Словенија су део приватизације спровеле системом расподеле ваучера. Акционарство запослених је реализовано делом у Пољској, Словенији и Словачкој, као и у Србији. Овај модел је дозвољавао попусте на цене акција, а у неким случајевима и бесплатну поделу запосленима у предузећима и менаџменту. Ограничење овог модела је што су предности поделе имали само запослени у предузећима, а проблем куповне моћи запослених је решаван дозволом одложеног плаћања.

Иако сви ови модели имају одређене предности и недостатке, чињеница је да су земље ЦЕ5, које су доследно спровеле започете реформе, у периоду од двадесет година након отпочињања процеса реформи оствариле значајан друштвено економски напредак. БДП по становнику је порастао у земљама ЦЕ5 и оне су се 2015. године, према методологији Светске банке, налазиле у групи развијених земаља, чији је бруто национални доходак по становнику изнад 12.746,0 долара.<sup>220</sup> Осим тога, свих пет земаља су чланице ОЕЦД-а. Такође, посматрано према паритету куповне моћи, према подацима Евростата,<sup>221</sup> БДП по становнику који је исказан у односу на просек ЕУ28<sup>222</sup> је, од 2003. године растао што указује да се БДП по становнику у земљама ЦЕ5 креће ка нивоу просека за ЕУ28, што је важна одредница показатеља раста. Ниво истог показатеља за Србију се, 2005–2014. године кретао око 32–37% просека за ЕУ28.<sup>223</sup>

<sup>220</sup> Према класификацији земаља на основу нивоа бруто националног дохотка по становнику, по Атлас методи Светске Банке, све економске целине се разврставају у следеће групе: економије с ниским дохотком (вредност до 1.045,0 долара), економије средњег нивоа дохотка (у распону од 1.045,0 долара до 12.746,0 долара) и економије с високим дохотком (вредност преко 12.746,0 долара). Граница која одваја економије нижег средњег дохотка и вишег средњег дохотка (две целине у оквиру средњег нивоа дохотка) је вредност бруто националног дохотка по становнику од 4.125,0 долара. Наведени износи у доларима који разграничавају економије, одређени су за фискалну 2015. годину. (Извор: <http://www.worldbank.org/en/country>, приступ 6. јун 2015. године).

<sup>221</sup> Извор: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00114>.

<sup>222</sup> Показатељ БДП по становнику у ППС (стандарди куповне моћи) исказан је у односу на европски просек (ЕУ28) који је 100. Уколико је индекс за једну земљу већи од 100, ниво БДП по становнику те земље је већи у односу на просек ЕУ28, и обрнуто. Основни подаци су исказани у стандардима куповне моћи, односно, заједничкој јединици која елиминира разлике у нивоима цена између земаља.

<sup>223</sup> Подаци за Србију и ЦЕ5 по годинама:

	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
ЕУ28	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
ЦЕ5	65	67	68	68	70	2	72	73	74	74	74	76
Србија	..	..	32	33	33	36	37	36	36	37	37	35

Напомене: Калкулације за просек ЦЕ5. Извор: <http://ec.europa.eu/int>. Приступ 5. јуна 2015. године.

## 1.2 Реформа банкарског сектора

Банкарски сектор је значајно трансформисан у процесу транзиције земаља ЦЕ5, при чему су, у почетном петогодишњем периоду транзиције, до 1994. године државне банке доминирале у укупном броју банака. Приватизација банкарског сектора ЦЕ5 је отпочела 1995. године, након чега се мења власничка структура банкарског сектора, мада не уједначеном брзином у свим земљама. Број страних банака је почетком 2000. године премашио 50% укупног броја банака, а од 2002. године број банака у страном власништву прелази две трећине укупног броја банака на нивоу ЦЕ5. Присуство страних банака је значајно убрзало реформу пословања банкарског сектора у ЦЕ5, доприносећи усвајању нових форми пословања и пружању савременијих услуга корисницима. У наредној табели је приказано порекло капитала три доминантне банке по земљама ЦЕ5 и у Србији.

**Табела 4.2 Власништво три највеће банке 2000. и 2013. године**

Земље:	Године:	Бр. 1	Бр. 2	Бр. 3
Чешка Република	2000.	Белгија	Аустрија	Француска
	2013.	Аустрија	Белгија	Француска
Мађарска	2000.	Домаћа	Белгија	Немачка
	2013.	Домаћа	Аустрија	Белгија
Словачка	2000.	Италија	Аустрија	Аустрија
	2013.	Аустрија	Италија	Аустрија
Пољска	2000.	Италија	САД	Ирска
	2013.	Домаћа	Италија	Немачка
Словенија	2000.	Државна	Државна	Француска
	2013.	Аустрија	Италија	Аустрија
Србија	2000.	Домаћа	Домаћа	Домаћа
	2013.	Италија	Државна	Грчка

Извор: Централне банке земаља.

Стране банке су одиграле значајну улогу у развоју финансијског система земаља ЦЕ5, с обзиром да су ојачале кредитну активност, обезбедиле трансфер савремене технологије пословања и повећале конкуренцију у банкарском систему. Посебно је унапређена иновативност банкарског сектора кроз увођење нових производа у понуду, и повећање банкарских услуга, од којих су многе већ биле заступљене на тржиштима у којима су пословале матичне филијале. Према подацима ЕБРД и Светске банке, уочава се да се број банака одржао након 2007. године, при чему је повећан број банака у страном власништву и смањено учешће банака у државном власништву (посебно током првог таласа приватизације након 1996. године,

али и након 2007. године). Већина банака је у посматраном периоду била приватизована, при чему су стране банке преузеле највећи део имовине. Овај процес је посебно убрзан од почетка 2000. године, док је учешће државног власништва смањено на испод 20% у свим земљама, те је и утицај државних банака значајно опао у посматраном периоду. Улазак страних банака на локална транзициона тржишта имао је позитиван утицај јер је повећана конкуренција и ефикасност банкарског система, што је подстакло бољу регулацију финансијског сектора кроз супервизију банака, чиме је уједно унапређен приступ страном капиталу. Већа ефикасност страних банака је стимулативно деловала на економски раст земаља ЦЕ5, при чему је учешће страних стратешких инвеститора у банкарском систему омогућило да се на ефикасан начин избегне одобравање лоших зајмова. Учешће страних банака у укупном броју банака у земљама ЦЕ5 је повећано за 32 процентна поена 2009. године, када је достигло 70%, у односу на 1995. годину.<sup>224</sup> На наредном графикону је приказано кретање учешћа страних банака у укупном броју банака по земљама ЦЕ5 и у Србији.

**Табела 4.3 Учешће страних банака у укупном броју банака по земљама ЦЕ5 и у Србији (у %), током првих петнаест година транзиције**

Земље	T <sub>0</sub>	T <sub>1</sub>	T <sub>2</sub>	T <sub>3</sub>	T <sub>4</sub>	T <sub>5</sub>	T <sub>6</sub>	T <sub>7</sub>
	1995.	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.
Чешка Република	39	39	39	44	52	52	54	54
Пољска	30	38	42	50	61	62	67	70
Мађарска	67	68	73	75	78	78	81	79
Словачка	41	43	42	42	43	58	71	88
Словенија	13	13	13	15	17	22	22	32
	<b>2000.</b>	<b>2001.</b>	<b>2002.</b>	<b>2003.</b>	<b>2004.</b>	<b>2005.</b>	<b>2006.</b>	<b>2007.</b>
Србија	..	31	24	23	26	43	59	60
Земље	T <sub>8</sub>	T <sub>9</sub>	T <sub>10</sub>	T <sub>11</sub>	T <sub>12</sub>	T <sub>13</sub>	T <sub>14</sub>	T <sub>15</sub>
	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Чешка Република	57	57	55	59	64	67	67	66
Пољска	69	69	75	73	69	68	69	69
Мађарска	86	85	85	90	93	93	92	91
Словачка	94	89	89	88	88	88	87	86
Словенија	32	33	35	35	35	35	35	35
	<b>2008.</b>	<b>2009.</b>	<b>2010.</b>	<b>2011.</b>	<b>2012.</b>	<b>2013.</b>	<b>2014.</b>	<b>2015.</b>
Србија	59	59	64	64	66	70	68	75

Извор: Националне статистике земаља и НБС „Банкарски сектор у Србији“ – квартални извештаји 2001–2015. године.

Стране банке су помогле консолидацију банкарских система у ЦЕ5, кроз бројна предузимања и спајања са страним банкама, што је резултирало смањењем броја банака

<sup>224</sup> Учешће страних банака у укупном броју банака у земљама ЦЕ5 је износило 38%, 1995. године према расположивим подацима.

у земљама ЦЕ5. Већина банака у приватизованом банкарском сектору је била у власништву страних банака. Финансијска регулатива у ЦЕ5 је усклађена са ЕУ стандардима, током процеса хармонизације са смерницама ЕУ. Међутим, у великом броју случајева су надлежности посебно оформљених регулаторних тела искључиво у домену препорука, без значајније извршне функције. Тако је, на пример, у Мађарској финансијска регулација и супервизија банака, небанкарских финансијских институција, осигуравајућих компанија и пензионих фондова до 2013. године била у надлежности институције основане 2001. године, под називом „Мађарско јединствено тело финансијске супервизије.“<sup>225</sup> Иако је ова институција била буџетски независна и финансира се наплатом такси, није имала овлашћења да формулише регулативу. Функционисала је под окриљем Министарства финансија. Стога се улога супервизора своди на објављивање водича и препорука. У Пољској од 2006. године функционише независна институција „Комисија за финансијски надзор,<sup>226</sup> која представља интегрисан модел финансијске супервизије. Деловање Комисије у виду регулаторних препорука значајно је допринело смањењу ризика у периоду након кризе. У периоду до 2008. године Комисија је била задужена за надзор функционисања институција на тржишту капитала, пензионих фондова и осигуравајућих друштава, након чега постаје одговорна и за спровођење надзора и над банкарским сектором.

При истраживању ефикасности пословања банкарског система у земљама ЦЕ5, на основу посебно развијене методологије коју су поставили Холо и Наги (2006), показало се да је пословање банкарског система у овим земљама унапређено од 1999. године. Релативна позиција банака у земљама ЦЕ5 је значајно унапређена у периоду 2004–2008. године у поређењу са периодом 1999–2003. године, али је у великој мери заостајала у односу на водеће земље еврозоне и просек ЕУ28 (Holló & Nagy, 2006). То се повезује с експанзијом кредита у периоду пре кризе, што је резултирало већом кредитном активношћу банака као и растом некаматног дохотка. Истраживање је показало да је конкурентска предност у погледу економичности пословања старих чланица ЕУ временом смањена, у поређењу са новим ЕУ чланицама. Информације о постојећој конкурентности сектора банака, показале су се изузетно корисним у процесу формулисања политика и одређивања приоритетних активности за деловање.

---

<sup>225</sup> *Енг.* Hungarian Financial Supervisory Authority. Ово регулаторно тело је основано спајањем Борда за супервизију банака са државном агенцијом за супервизију осигуравајућих и пензионих друштава. Линк: <http://www.fome.hu/hfsa/>.

<sup>226</sup> Polish Financial Supervision Authority (*пољ.* Komisija Nadzoru Finansowego). Линк: <http://www.knf.gov.pl/en/about.html>.

Унапређење ефикасности пословања у банкарским системима ЦЕ5 позитивно се одразило на профит целог система, али је позитивно деловало и на флексибилност и еластичност пословања привреда ових земаља.

Спроведена реформа банкарског сектора резултирала је унапређењем пословања банкарског сектора у ЦЕ5. У периоду транзиције 1989–2000. године регистрована су два таласа банкарских реформи.<sup>227</sup> У првом таласу реформи реализована је либерализација банкарског сектора уз спроведен процес приватизације. Започето је осавремењавање банкарске регулативе и супервизије, уз процес стабилизације макроекономског окружења и банкарског система. Иако се две фазе транзиције банкарског система у одређеним областима временски преклапају, прва фаза је трајала од 1989. године до 1995–1996. године. У другом таласу реформи, који је уследио значајно је унапређено пословање банака, кроз процес реструктурирања, успостављања чврстог буџетског ограничења, јачања банкарске регулативе и супервизије, унапређења стандарда пословања, даљи улазак страних банака (кроз процесе преузимања или путем страних директних улагања), увођење кредитног регистра и јачање пруденцијалне контроле и административних рестрикција.

Према основним параметрима финансијске развијености банкарског сектора, дубини, приступу финансијским услугама, ефикасности и стабилности пословања, на нивоу ЦЕ5 забележено је значајно унапређење. Знатно је унапређен приступ физичких лица коришћењу финансијских услуга. Банкарски сектор у земљама ЦЕ5 је знатно развијенији у односу на учешће осталих финансијских посредника. Пораст позајмица приватном сектору, је индикатор који се најчешће користи као одредница утицаја на привредни раст током транзиције, односно учешће одобрених кредита у БДП. У већини земаља у транзицији је, од 2000. године, забележен раст позајмица приватном сектору, тако да је експанзија кредита постала одлика земаља у транзицији, при чему су стране банке биле водећи извор одобрених кредита приватном сектору. Подаци о учешћу одобрених кредита приватном сектору у БДП, према бази података Светске банке, приказани су у наредној табели. У земљама ЦЕ5, просечан годишњи раст учешћа кредита одобрених приватном сектору у БДП–у био је 5,1%, у периоду 2000–2011. године. Највећи просечан годишњи раст кредита је реализован у Мађарској и Пољској

---

<sup>227</sup> Barisitz, S. (2008). Banking transformation (1989–2006) in central and eastern Europe – with special reference to Balkans. *Working Paper 78, Bank of Greece, Eurosystem.*



(6,6% и 6,8%, респективно).<sup>228</sup> Посматрано на нивоу Србије, вредност овог параметра достиже око 73% просека ЦЕ5 и 32% просека еврозоне (за период 2000–2011. године), уз просечан међугодишњи раст од 0,4%.

**Табела 4.4 Реализоване позајмице приватном сектору (одобрени кредити банкарског система у односу на БДП, у %)**

Земље:	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
Свет	27,1	27,5	27,4	28,4	28,6	30,4	33,6	37,2	39,6	42,4	41,4	40,4
Еврозона	97,8	101,2	103,7	98,7	105,9	106,1	109,6	105,6	108,8	119,7	122,6	122,2
САД	168,4	176,6	167,6	183,3	191,4	195,8	205,7	213,9	194,6	203,6	199,9	191,6
Чешка Република	47,2	39,1	29,6	30,5	31,3	35,4	39,4	46,3	50,6	52,0	53,1	55,6
Пољска	26,5	27,3	27,4	28,1	28,2	28,9	33,3	39,4	49,6	50,4	51,9	54,8
Словачка	51,1	37,2	39,3	31,8	30,4	35,1	38,7	42,4	45,0	...	...	...
Мађарска	32,4	33,3	35,0	42,7	45,9	51,2	55,6	62,6	69,8	69,5	69,2	65,6
Словенија	35,8	37,9	38,6	41,3	47,9	56,3	65,8	78,8	85,3	92,9	94,2	90,1
Србија	49,1	33,8	17,3	19,3	23,0	29,0	29,2	35,2	40,2	45,0	53,0	51,1

Извор: Светска банка. Линк: <http://microdata.worldbank.org/index.php/catalog/global-findex>,

Приступ: 25. јул 2015. године.

Емпиријске студије су указале на позитивну везу између кредита приватном сектору и дохотка по становнику у земљама у транзицији. Међутим, банкарски систем земаља у транзицији у великој мери зависи од активности страних банака које, углавном из земаља ЕУ, контролишу већину имовине и токова капитала на транзиционим финансијским тржиштима. Улазак страних банака је допринео економском расту, ојачао конкуренцију и допринео привлачењу страних директних инвестиција. Међутим, непостојање ефикасног антимонополског законодавства, и бројни мерцери и аквизиције су водили повећаној концентрацији, уз појаве антиконкурентске праксе и злоупотреба доминантне позиције на тржишту. У земљама Централне Европе, финансијска архитектура конвергира ка банкарском систему са значајним страним власништвом. Ефикасност пословања банкарског сектора је унапређена према највећем броју параметара. Просечно остварен принос на акцијски капитал након опорезивања, на нивоу ЦЕ5 у периоду 2000–2011. године износи 12,7%, док је у еврозони износио 9,02%. Просечан принос на активу након опорезивања је, у ЦЕ5 (2000–2011. године) износио 1,09%, док је у еврозони био 0,51%. У наредној табели су приказани основни паказатељи ефикасности пословања банкарског сектора у свету, еврозони, САД и земљама ЦЕ5, као и Србији.

<sup>228</sup> Просечан годишњи раст учешћа одобрених кредита приватном сектору у БДП–у је, у периоду 2000–2011. године, у Чешкој Републици износио 1,4%, док је у Словенији забележено смањење од 10%. За Словачку су доступни подаци за период 2000–2008. године, током ког је просечно годишње учешће одобрених кредита у БДП–у смањено за 1,6%.

**Табела 4.5 Ефикасност пословања банкарских институција**

Земље	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
<b>Принос на активу (у %, након опорезивања) – ROA</b>												
Свет	1,04	0,99	0,96	1,31	1,52	1,48	1,62	1,75	1,40	1,06	1,21	1,24
Еврозона	0,56	0,50	0,35	0,62	0,69	0,92	0,88	0,89	0,18	0,18	0,34	0,03
САД	1,16	1,13	1,29	1,38	1,30	1,30	1,27	0,88	0,10	0,13	0,66	0,83
Чешка Реп.	0,32	0,75	1,58	1,76	1,93	1,73	1,50	1,65	1,29	1,81	1,53	1,35
Пољска	1,25	0,21	-0,13	-2,09	2,05	1,71	2,00	1,81	1,40	0,61	1,08	1,11
Словачка	0,68	1,14	1,54	1,34	0,51	0,77	0,65	1,13	0,25	-0,14	0,64	0,24
Мађарска	1,38	1,75	2,03	2,13	2,99	2,59	2,76	2,13	1,47	1,37	0,33	0,13
Словенија	1,10	0,60	0,95	0,91	1,37	0,91	1,03	1,15	0,59	0,28	-0,22	-1,03
Србија	3,10	-0,15	-1,07	1,92	-1,52	0,54	1,95	1,89	1,65	0,72	0,83	0,97
<b>Принос на капитал (у %, након опорезивања) – ROE</b>												
Свет	11,94	11,70	12,13	13,59	15,72	16,24	17,40	18,04	14,80	10,82	11,45	12,65
Еврозона	12,54	9,21	8,83	9,78	11,07	14,76	13,55	14,17	4,89	2,48	5,85	1,13
САД	13,71	12,70	13,84	14,89	13,30	12,75	12,49	8,60	1,45	1,35	5,93	7,31
Чешка Реп.	4,94	10,42	22,89	23,33	22,88	20,16	17,94	22,80	17,19	20,68	16,76	14,55
Пољска	13,35	2,22	-1,38	-24,18	20,69	16,47	20,12	18,80	15,38	6,86	11,02	10,98
Словачка	19,59	15,35	18,64	15,82	6,56	15,11	13,55	17,22	2,80	-1,42	7,33	2,44
Мађарска	17,38	21,39	23,01	22,39	28,15	24,01	25,96	20,59	15,46	14,43	3,35	1,31
Словенија	11,66	6,46	10,75	9,60	14,23	10,28	12,37	14,17	7,15	3,40	-2,73	-12,61
Србија	16,05	-0,92	-5,73	8,79	-7,54	3,06	10,56	9,12	7,31	3,27	4,26	4,97

Извор: Светска банка. Линк: <http://microdata.worldbank.org/index.php/catalog/global-findex>, Приступ: 25. јул 2015. године.

Истраживање групе аутора (Naaborg, Scholtens, Naan, Bol & Naas, 2003), у оквиру Центра за економске студије из Минхена,<sup>229</sup> о значају страних банака за финансијски развој европских земаља у транзицији, је показало да се процес „преузимања“ банкарског тржишта одиграо у периоду краћем од десет година. Међутим, брзина финансијског развоја у земљама у транзицији била је спора, с обзиром да је учешће укупних потраживања у банкарском систему у односу на БДП, исказано у процентима, само умерено повећано. Осим тога, и кредити одобрени приватном сектору су забележили скроман раст. Наиме, стране банке су преузеле улогу кредитора од домаћих банака, при чему је забележено веће учешће кредита јавном сектору у односу на приватни. Профитабилност пословања страних банака је већа у односу на домаће банке, при чему су каматне марже страних банака биле више у односу на домаће. Поред тога, и некаматни приходи банака у страном власништву били су већи. Савремене препоруке указују на потребу да супервизори финансијског система буду организовани у оквиру једног ентитета, с обзиром да на тај начин могу ефикасније пратити кретања у финансијском систему и примењивати мере које обухватају већи број учесника. Такође је неопходно обезбедити и већи ниво

<sup>229</sup> CESifo Group Munich. Линк: <https://www.cesifo-group.de/ifoHome/publications/working-papers/CESifoWP.html>

надлежности као и санкционисање у случајевима непоштовања правила и препорука институција.

**Табела 4.6 Институционално уређење области супервизије финансијског система у ЦЕ5 и Србији**

Уређење	Чешка Република	Словачка	Пољска	Мађарска	Словенија	Србија
Јединствена супервизорска институција	–	–	–	+	–	+ (ЦБ)
Специјализовани супервизор за банкарски сектор	+ (ЦБ)	+	+ (ЦБ)	–	+ (ЦБ)	–
Специјализовани супервизор за сектор осигурања	+ (СА)	+ (В)	+ (СА)	–	+ (В)	–
Специјализовани супервизор за хартије од вредности	+ (СА)	+ (СА)	+ (СА)	–	+ (СА)	–
Супервизија банака интегрисана са још једном супервизорском области	–	–	–	–	–	–

Напомене: ЦБ – Централна банка је носилац супервизорске одговорности;

СА – Супервизорска агенција је носилац одговорности послова супервизије;

В – Владино тело је носилац супервизијске одговорности;

Извор: Приказ на основу истраживања Gulde, A–M. & Wolf, H. (2005). Financial Stability Arrangements in Europe: A Review. *Workshops No. 4/2005. Eurosystem. Oesterreichische Nationalbank.*

На основу расположивих података, закључује се да је банкарски сектор забележио корените и најзначајније промене у систему пословања и ефикасности током процеса транзиције. Улазак страних банака допринео је увођењу иновација у пословању и креирању палете услуга, што је стимулативно деловало на број одобрених кредита у овим земљама, посматрано за све секторе. Корелација са кретањем БДП–а по становнику указује на позитивну везу. Иако је глобална економска криза значајно уздрмала банкарско тржиште ЦЕ5, што је водило концентрацији власништва и промени структуре у смеру раста учешћа банака у државном власништву<sup>230</sup> стабилност банкарског сектора је одржана.

<sup>230</sup> Према проценама „Извештаја о пословању банкарског сектора у земљама у транзицији“, просечно тржишно учешће страних банака у ЦЕ5 је благо смањено у 2013. години, и износи 71%. Међутим, десетогодишњи тренд указује да је учешће страних банака значајно смањено у односу на период када је било највише 2003–2005. године – око 80%. Такође се бележи раст учешћа банака у државном власништву, који је у ЦЕ5 и ЈИЕ повећано за око 3–4 п. п. и 2013. године је достигло 13% (2008. године је износило 9,5%).

### 1.3 Достигнути ниво развијености финансијског тржишта у земљама Централне Европе

Појам финансијске развијености је сложен и недовољно развијен концепт, при чему се у емпиријским истраживањима користе различити индикатори као мера финансијске развијености на националном нивоу, како би се идентификовало који параметри су примарно водили привредном расту. Земље са високим дохотком имају развијене финансијске институције, као и развијена тржишта акција и обвезница. У условима када су кредити доступни привреди, веће су могућности за реализацију привредног раста на националном нивоу (Mittal, 2001). Такође, финансијске институције, понудом широке палете финансијских услуга и производа, додатно стимулишу штедњу која утиче на привредни раст. У условима транзиције система, околности за истраживања су додатно отежане услед недовољно дугих серија и неадекватних података, као и специфичности транзиционог процеса. Бројна истраживања развијености финансијских тржишта у условима транзиције реализована су у тежњи да се идентификују основни аспекти финансијског развоја, односно, величина, ефикасност, тржишна конкуренција и њихова улога у економском развоју. Посебно се указује на потребу идентификације финансијске дубине<sup>231</sup> и финансијске ефикасности.<sup>232</sup> Финансијска тржишта земаља Централне Европе су, у претходном периоду забележила значајан напредак. За поређење нивоа развијености неопходно је најпре дефинисати параметре на основу којих се мери развијеност, а затим и одредити временски период у оквиру којег се развијеност финансијских тржишта мери и упоређује. У овом делу рада су коришћени подаци базе ММФ–а, Светске банке и званичне информације и извештаји националних берзи земаља које су у фокусу истраживања.

Истраживање које су, 2011. године, спровели Бек, Кунт и Левин (1999), показало је да развијенији финансијски системи кореспондирају земљама са вишим нивоом дохотка. Достигнути ниво развијености, исказан путем различитих параметара који одређују релативан значај финансијских институција и тржишта значајно варира у развијеним земљама у односу на земље у транзицији и развоју. Осим тога, посматрано и за земље ЦЕ5 у 2000. и 2013. години, показатељи значајно варирају, што указује на

---

<sup>231</sup> Појам финансијске дубине (*енг.* financial depth) означава величину финансијских институција и тржишта.

<sup>232</sup> Појам финансијске ефикасности (*енг.* financial efficiency) означава ефикасност финансијских посредника и тржишта при обављању финансијских трансакција.

промене у достигнутом нивоу развијености финансијских система. Истраживање је показало да пословање финансијских посредника показује значајне варијације између појединих земаља као и за сваку земљу током времена. Релативни значај улоге централних банака се смањује с процесом развоја земаља, у односу на остале финансијске посреднике чији утицај расте.<sup>233</sup> Финансијска дубина тржишта расте с порастом нивоа дохотка, при чему улога банака и осталих финансијских институција расте. Ефикасност пословања финансијских посредника се може исказати и путем нето каматне маргине, која исказује учешће нето каматног дохотка у укупној просечној имовини банке.<sup>234</sup>

Доминантне институције финансијских система у транзицији су банке, при чему финансијска тржишта нису развијена у довољној мери. При том је посебно значајно указати и на релативне мере величине финансијских посредника, исказане према укупној активи свих финансијских посредника, као и према БДП–у. Позитиван утицај финансијских посредника на пословање приватног сектора, исказује се учешћем кредита одобрених приватним нефинансијским субјектима у односу на БДП. Други важан параметар финансијског система је тржиште капитала, с обзиром да развијена тржишта капитала позитивно утичу на економски раст, посебно повећањем штедње и смањењем трансакционих трошкова пословања. Ипак, тржиште капитала је знатно слабије развијено у земљама ЦЕ5 и Србији, у односу на чланице еврозоне и САД. У наредној табели су приказани подаци о капитализацији домаћих компанија, у милијардама евра и исказаној као учешће у БДП–у, показатељ ликвидности берзи и број листираних компанија по земљама, у периоду 2011–2013. године. Капитализација домаћих компанија је у земљама еврозоне расла у посматраном трогодишњем периоду, као и учешће у БДП–у, док просек за земље ЦЕ5 и Србију указује на смањење вредности оба параметра, под утицајем глобалне економске кризе. Ликвидност пословања на свим берзама је смањена, као и број листираних компанија који се мењао под утицајем кризе. На основу исказаних параметара закључује се да је улога берзи у

---

<sup>233</sup> Према подацима Светске банке, учешће активе централних банака у ЦЕ5 је значајно смањено током транзиције. Учешће на нивоу ЦЕ5 је 1983. године износило 45,5% БДП–а, 1990. године 26,0% а већ 2000. године 4,7%. Након тога бележи се даље смањење, тако да је 2011. године износило 0,4% БДП–а. Поређења ради, на нивоу еврозоне учешће је 2000. године износило 0,4% БДП–а, а 2011. године 1,1%.

<sup>234</sup> Нето каматна маргина зависи од каматних стопа које се примењују на активу и пасиву, као и вредности просечне имовине банке. Зависи и од имовине која не обезбеђује приходе и од обавеза банке на које се плаћају камате. Утицај нето каматне маргине на смањење добити банке је највећи у ситуацијама када се имовина која не обезбеђује приходе финансира обавезама на које се плаћа камата. Утицај на повећање добити реализује се у ситуацији када обавезе на које се не плаћају камате повећавају добит када се њима финансира актива на коју се наплаћују високе камате.

земљама ЦЕ5 и Србији, и даље на знатно нижем нивоу у односу на развијене тржишне привреде, што указује да је ова област финансијског система недовољно искоришћена и да има значајан потенцијал по кретање БДП–а по становнику. Као пример се може навести чињеница да је тржишна капитализација на нивоу земаља ЦЕ5 2012. године представљала свега 0,2% светског тржишта, а 3,7% тржишта еврозоне.<sup>235</sup> Генерално, тржишна капитализација земаља ЦЕ5 се, током деведесетих година двадесетог века у поређењу с оствареним БДП, кретала у распону 10% до 25%, док за развијене земље ово учешће износи преко 50%.

**Табела 4.7 Поређење одабраних параметара берзи у ЦЕ5, Србији и еврозони, у периоду 2011–2013. године**

	Капитализација домаћих компанија <sup>1</sup> (у млрд евра)			Капитализација домаћих компанија <sup>2</sup> (у % БДП)		
	2011.	2012.	2013.	2011.	2012.	2013.
Чешка Реп.	29,2	28,2	22,0	18,9	18,4	14,7
Пољска	107,5	134,8	148,6	29,1	35,3	38,1
Мађарска	14,6	15,7	14,6	14,6	16,2	14,9
Словачка	4,1	4,1	4,1	4,9	5,0	5,0
Словенија	4,9	4,9	5,2	16,4	14,0	15,0
Еврозона	4.481,2	5.049,4	6.077,1	47,6	53,2	63,4
Србија	1,4	0,2	0,3	4,2	0,6	0,9
	Радио ликвидности <sup>3</sup> (у %)			Број листираних компанија (нове компаније) <sup>4</sup>		
	2011.	2012.	2013.	2011.	2012.	2013.
Чешка Реп.	51,8	35,4	30,6	26 (2)	26 (1)	26 (0)
Пољска	65,3	37,2	41,5	777 (210)	867 (108)	895 (65)
Мађарска	94,3	53,6	54,8	54 (6)	52 (1)	50 (1)
Словачка	1,1	1,4	1,0	147	134	131
Словенија	8,1	6,2	5,8	66	61	55
Еврозона	137,4	95,5	79,6	6.977	9.796	6.764
Србија	17,0	6,4	14,2	8 (1)	8 (0)	7 (0)

Напомене:

<sup>1</sup> Тржишна капитализација домаћих компанија представља укупну вредност свих акција емитованих на берзи (производ броја емитованих акција и тржишне цене).

<sup>2</sup> Релативни показатељ који указује на степен развијености тржишта капитала у глобалним оквирима.

<sup>3</sup> Радио ликвидности тржишта акција представља показатељ ликвидности одређене берзе. Вредност овог индикатора се добија као однос вредности укупног промета на тржишту акција у односу на просечну тржишну капитализацију берзе. Он представља меру ефикасности берзе, односно, висину реализованог промета као проценат тржишне капитализације. Инверзна вредност овог показатеља показује колико је евра тржишне капитализације потребно да би се остварио један евро промета.

<sup>4</sup> Индикатор Број листираних компанија обухвата домаће и стране компаније које се котирају на берзи. У загради је приказан број нових компанија у назначеној години, за земље за које је податак био доступан. Извор: Калкулације на основу података Евростата, Федерације европских берзи, Светске банке и Централних банака земаља.

У наредној табели је представљена тржишна капитализација у земљама ЦЕ5, односно тржишна вредност, која се добија као производ цене акција и броја

<sup>235</sup> Израчунато на основу података Светске банке.

емитованих акција на националним тржиштима. Приказане су домаће компаније које су листиране на берзи, крајем године. Нису обухваћене инвестиционе компаније, заједнички фондови или друге небанкарске финансијске институције у земљи. Овај показатељ се у међународним базама исказује у текућим доларима и као учешће у БДП–у, у процентима и најчешће се у поређењима користи као мера величине финансијског тржишта.

**Табела 4.8** Тржишна капитализација берзе у односу на БДП (у %, у периоду 1992–2013. године)

	Чешка Р.	Пољска	Мађарска	Словачка	Словенија	Србија
1992.	...	0,2	1,4	...	...	...
1993.	...	1,3	1,6	...	...	...
1994.	...	2,4	2,7	...	...	...
1995.	18,9	2,7	4,1	4,8	2,3	...
1996.	26,0	4,0	7,8	6,2	2,2	...
1997.	24,0	6,0	20,4	7,0	5,3	...
1998.	19,8	9,3	28,9	4,8	9,3	...
1999.	18,5	14,1	30,6	3,3	9,9	...
2000.	18,5	17,2	28,1	3,8	10,8	...
2001.	16,2	15,7	21,5	4,6	12,7	...
2002.	17,2	13,9	18,8	5,1	16,2	...
2003.	19,0	15,5	19,2	5,6	21,5	5,2
2004.	22,2	21,9	23,4	6,8	25,8	9,2
2005.	27,6	28,7	28,3	7,2	24,7	15,6
2006.	30,4	36,2	32,2	7,3	29,7	26,8
2007.	35,4	43,9	35,6	7,8	47,6	44,4
2008.	31,0	31,5	23,1	6,5	39,9	39,0
2009.	24,7	23,9	17,5	5,4	23,5	25,8
2010.	24,2	35,1	21,7	4,9	22,1	25,1
2011.	19,7	32,6	17,1	4,8	16,4	20,6
2012.	...	35,5	16,3	5,0	14,0	17,7
2013.	...	39,0	14,7	4,9	15,0	...

Извор: Подаци Светске банке.

#### **1.4 Детерминанте нивоа развијености финансијског система у земљама Централне Европе**

Аутори који су проучавали везу између финансијског тржишта и привредног раста углавном су користили сличне параметре ради оцене нивоа развијености финансијског система. Кључне детерминанте нивоа развијености у земљама Централне Европе обухватају скуп показатеља који одређују ниво активности банкарског сектора и промет на берзи. Осим ових, користе се се и постојећи индикатори међународних институција ММФ–а, Светске банке и ЕБРД–а. Ипак, сви се слажу у чињеници да постоје потешкоће у тачном дефинисању параметара који се користе за мерење финансијске развијености. Наиме, коришћење само једног показатеља финансијског развоја није довољно да би се оценили параметри развијености финансијског система као целине, с обзиром на његову мултидимензионалну природу. У анализи финансијске структуре указује се на релативни значај финансијских институција у односу на финансијска тржишта.

Према истраживању Вурглера (2000), идеална мера финансијског развоја би био показатељ „сви у једном“ трошкови капитала по датом инвестиционом пројекту. Нажалост, не постоји међународна база података о трошковима екстерног капитала, што уз недостатак података о цени финансирања, упућује на коришћење расположивих квантитативних података, као сумарног индикатора финансијског развоја. Основна претпоставка је да динамичније финансијске активности одражавају ниже трошкове капитала, као и конкурентнија финансијска тржишта уз ефикасније институције. Бек, Кунт и Левин (1999) предлажу коришћење индикатора финансијске развијености који обухвата величину, активност и ефикасност финансијског система, институција или тржишта. У великом броју истраживања најчешће се проучава рацио учешћа кредита одобрених приватном сектору у БДП као мера дубине финансијског тржишта; индикатор величина берзе који је представљен капитализацијом берзе (изражено као учешће у БДП, у процентима); варијабле монетизације изражене као учешће новца у БДП, као мера величине финансијског сектора; индикатори ефикасности и конкурентности финансијског система исказани као маргина између каматних стопа на позајмице и депозите и ЕБРД транзициони индекс развијености финансијских институција.

Основни сет података који се користе за формулисање детерминанти финансијске развијености обезбеђује ММФ, према подацима Међународне



финансијске статистике.<sup>236</sup> Почетак системског проучавања и покушаја успостављања валидних индикатора о финансијској развијености и структури представља истраживачки рад из 1999. године, када су Бек, Кунт и Левин (1999) поставили основне параметре за формирање нове базе података о финансијској развијености у Светској банци. Посебно се истиче потреба указивања на постојеће групе финансијских посредника, приказивања различитих параметара финансијског система, дефинисања процедура дефлационирања података и описа регулативе финансијске развијености.

Индикатори Светске банке су категорисани у четири шире области којима се одређује дубина финансијског система, приступ и коришћење финансијских услуга, ефикасност и стабилност пословања финансијског система.<sup>237</sup> Постављени су и додатни индикатори којима се одређују карактеристике финансијских институција и тржишта широм света. Четири најзначајнија скупа индикатора су:

- I. **Финансијска дубина** као релативна мера величине финансијских институција и тржишта према економском аутпуту. Овај индикатор показује значај банкарских и небанкарских финансијских институција и улогу тржишта капитала у финансијском развоју.<sup>238</sup> Финансијска дубина, исказана релативним значајем финансијских институција према БДП–у приказује се путем три параметра: (1) приватни кредити банка у односу на БДП, (2) депозити банака у односу на БДП и (3) имовина небанкарских финансијских институција у односу на БДП. Други сет показатеља исказује релативни значај финансијских тржишта и обухвата пет параметара: (1) капитализација берзе у односу на БДП, (2) укупна вредност акција којима се тргује у односу на БДП, (3) домаће приватне дужничке хартије од вредности у односу на БДП, (4) домаће дужничке хартије од вредности јавног дуга у односу на БДП и (5) међународне дужничке хартије од вредности у односу на БДП (све вредности су исказане у процентима). Два најчешће коришћена индикатора ове групе су приватни кредити банака у односу на БДП и капитализација берзе у односу на БДП.

Кредити приватном сектору представљају један од главних параметара финансијске развијености, коришћен у свим новијим емпиријским студијама. Истраживања су показала да је вредност одобрених кредита у односу на БДП високо корелисана с нивоом дохотка, и да је у развијеним земљама овај

---

<sup>236</sup> IMF International Financial Statistics (IFS). Линк: <https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=20095.0>

<sup>237</sup> Извор: <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>.

<sup>238</sup> Иако велика тржишта не функционишу, по правилу, ефикасно а порези који се уводе на трансакције могу деловати дестимулативно на компаније при одлучивању о листингу на берзи.

показатељ и преко четири пута већи у односу на земље у развоју.<sup>239</sup> Овај показатељ је повезан с дугорочним економским растом и смањењем сиромаштва. Ипак, висока вредност овог показатеља не указује увек само на добре тенденције, с обзиром да су неке од развијених земаља, у којима је вредност одобрених кредита достигала високо учешће у БДП–у, биле значајно погођене кризом након 2008. године.<sup>240</sup> Одобрени кредити обухватају финансијске ресурсе који су одобрени приватном сектору путем зајмова, куповине дужничких хартија од вредности, трговинских кредита и других примања која успостављају обавезу отплате.<sup>241</sup> Домаћи кредити приватном сектору односе се на финансијске ресурсе које им обезбеђују финансијске институције.<sup>242</sup>

Тржишна капитализација је показатељ који исказује величину берзе и представља вредност листираних акција домаћих компанија. Тржишна капитализација у земљама у транзицији је постепено расла током процеса приватизације. Међутим, развој берзе на свим тржиштима у транзицији био је значајно погођен глобалном економском кризом. Крајем 2007. године, развијеност тржишта капитала је била различита у земљама у транзицији (и у оквиру ЦЕ5), при чему се капитализација кретала од 8,6% до 57,2% (најнижа је била у Словачкој а највећа у Словенији). Иако су неке од земаља бележиле тренд раста тржишне капитализације током транзиционог процеса, подаци показују да је ниво капитализације значајно мањи у односу на развијене земље ЕУ28. Упркос растућем тренду овог индикатора у земаљама ЦЕ5 током периода који је обухваћен анализом, њихове берзе су и даље мале. Према неким истраживањима, тржишна капитализација берзе у односу на БДП представља показатељ који има позитиван али минорни утицај на економски раст земаља у транзицији.<sup>243</sup> У наредној табели су приказане вредности параметара по групама земаља.

---

<sup>239</sup> Учешће одобрених банкарских кредита приватном сектору у БДП је 2011. године у еврозони износило 121,8%, док је на нивоу ЦЕ5 достигло 47,4%.

<sup>240</sup> Пример су осам земаља које су 2010. године имале највећу вредност овог показатеља (Кипар, Ирска, Шпанија, Холандија, Португалија, Уједињено Краљевство, Луксембург и Швајцарска) које су забележиле значајну кризу након 2008. године.

<sup>241</sup> Параметар „приватни кредити“ је посебно релевантан за студије на нивоу националних привреда јер не обухвата кредите одобрене јавном сектору, влади и владиним агенцијама. Међутим, у бази података Светске банке, која је у овом истраживању коришћена, у неким земљама су обухваћени и кредити јавним предузећима.

<sup>242</sup> Финансијске институције обухватају монетарне ауторитете и депозитне банке, као и остале финансијске институције попут финансијских и лизинг компанија, кредитне институције, осигуравајуће компаније и пензионе фондове.

<sup>243</sup> Filer, K. R., Hanousek, J. & Campos, N. F. (2000). Do Stock Markets Promote Economic Growth? <http://www.cerge-ei.cz/pdf/wp/Wp151.pdf>. (Assessed May 28, 2014).

**Табела 4.9 Индикатори финансијске дубине, 2013. године**

<b>Финансијске институције</b> ( <i>енг.</i> Financial Institutions – Depth)		
(1) <u>Приватни кредити банка у односу на БДП</u> Свет: 40,1% ЕЗ: 119,8% САД: 48,7% ЦЕ5: 64,4%	(2) <u>Депозити банака у односу на БДП</u> Свет: 47,5% ЕЗ: 136% САД: 58,1% ЦЕ5: 81,6%	(3) <u>Имовина небанк. финансијских институција у односу на БДП</u> Свет: 12,9% ЕЗ: 46,2% (2007) САД: 296,7% ЦЕ5: –
<b>Финансијска тржишта</b> ( <i>енг.</i> Financial Markets – Depth)		
(1) <u>Капитализација берзе у односу на БДП</u> Свет: 30,8% (2012) ЕЗ: 26,1% САД: 106,97% (2012) ЦЕ5: 16,4% (2012)	(3) <u>Домаће приватне дужничке хартије од вредности у односу на БДП</u> Свет: 28,2% ЕЗ: 37,8% (2011) САД: 91,9% (2011) ЦЕ5: 22,9%	(5) <u>Међународне дужничке приватне хартије од вредности у односу на БДП</u> Свет: 9,1% ЕЗ: 60,4% САД: 17,8% ЦЕ5: -6,1%
(2) <u>Укупна вредност акција којима се тргује у односу на БДП</u> Свет: 3,9% (2012) ЕЗ: 15,5% САД: 162,9% (2012) ЦЕ5: 6,8% (2012)	(4) <u>Домаће дужничке хартије од вредности јавног дуга у односу на БДП</u> Свет: 31,1% ЕЗ: 46,6% (2011) САД: 82,6% (2011) ЦЕ5: 46,9%	(6) <u>Међународне дужничке јавне хартије од вредности у односу на БДП</u> Свет: 4,95% ЕЗ: 8,2% САД: 0,02% ЦЕ5: 14,98%

Извор: База података Светске банке, приступ 1. октобра 2015. године.  
Линк: <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>.

II. **Приступ изворима финансирања**, као показатељ приступа појединаца и фирми финансијским услугама у оквиру финансијског система, је посебно значајан сет индикатора за земље у развоју и транзицији, као и економије у успону. Овај скуп показатеља обухвата мере улоге финансијских институција и финансијских тржишта и меру укључености појединаца и фирми у коришћењу финансијских услуга (с обзиром да директно обезбеђује искоришћавање пословних могућности, осигурање од ризика, штедњу или инвестирање у образовање).<sup>244</sup> При том се указује да је неопходно разграничити приступ финансијским услугама од могућности коришћења и реализације коришћења финансијских услуга. Активност финансијских институција, и њихова доступност нефинансијским

<sup>244</sup> Demirgüç-Kunt, A., Beck & Honohan, (2008). Finance for All Policies and Pitfalls in Expanding Access. *A World Bank Policy Research Paper*. [http://siteresources.worldbank.org/INTFINFORALL/Resources/4099583-1194373512632/FFA\\_book.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTFINFORALL/Resources/4099583-1194373512632/FFA_book.pdf). (Assessed June 5, 2015).

тржишним учесницима обухвата седам показатеља који указују на: (1) број рачуна у банкама на 1.000 пунолетних грађана, (2) број банкарских пословница на 100.000 пунолетних грађана, (3) број фирми које имају кредитне линије у односу на укупан број фирми (исказан у процентима), (4) број малих фирми које имају кредитне линије према укупном броју малих фирми (у %), (5) број пунолетних грађана који имају отворен рачун код формалних финансијских институција према укупном броју пунолетних грађана (у %), (6) учешће броја пунолетних грађана који имају штедни рачун у укупном броју пунолетних грађана (у %) и (7) учешће броја пунолетних грађана који позајмљују од формалних финансијских институција у укупном броју пунолетних грађана (у %). Значај финансијских тржишта одређује се путем три параметра: (1) вредност трговине хартијама од вредности првих 10 компанија у укупној вредности промета (у %), (2) тржишна капитализација листираних акција, без првих 10 компанија, према укупној тржишној капитализацији (у %) и (3) учешће укупне вредности новоемитованих корпоративних обвезница нефинансијског сектора привреде у БДП (у %).

У наредној табели су приказане вредности параметара по групама земаља.

**Табела 4.10 Одабрани индикатори приступа изворима финансирања, 2013. године**

<b>Активност финансијских институција (енг. Financial Institutions – Access)</b>		
<p>(1) <u>Број рачуна у банкама на 1000 грађана (15+)</u> Свет: 559 ЕЗ: 1.688 САД: – ЦЕ5: 992</p> <p>(2) <u>Број банкарских пословница на 100.000 грађана (15+)</u> Свет: 14,2 ЕЗ: 34,4 САД: 33,9 ЦЕ5: 26,5</p>	<p>(3) <u>Учешће броја грађана (15+) који имају отворен рачун код формалних финансијских институција у популацији (у %)</u> Свет: 38,6% ЕЗ: 95,2% (2011) САД: 88,0% (2011) ЦЕ5: 80,0% (2011)</p> <p>(4) <u>Учешће броја грађана (15+) који имају штедни рачун у популацији (у %)</u> Свет: 13,4% (2011) ЕЗ: 42,6% (2011) САД: 50,4% (2011) ЦЕ5: 27,3% (2011)</p>	<p>(5) <u>Учешће броја грађана (15+) који позајмљују од формалних финансијских институција у популацији (у %)</u> Свет: 8,4% (2011) ЕЗ: 11,4% (2011) САД: 20,1 (2011) ЦЕ5: 10,5% (2011)</p> <p>(6) <u>Број малих фирми које имају кредитне линије према ук. броју малих фирми (у %)</u> Свет: 27,5% ЕЗ: 41,5% САД: – ЦЕ5: 42,7%</p> <p>(7) <u>Број фирми које имају кредитне линије у односу на укупан број фирми (у %)</u> Свет: 34,1% ЕЗ: 42,5% САД: – ЦЕ5: 46,4%</p>
<b>Активност финансијских тржишта (енг. Financial Markets – Access)</b>		
<p>(1) <u>Вредност трговине харт. од вредности, без првих 10 компанија у укупној вредности промета (у %)</u> Свет: 54,1% ЕЗ: 15,3% САД: 54,7% ЦЕ5: 6,3%</p>	<p>(2) <u>Тржишна капитализ. листираних акција, без првих 10 компанија, према укупној тржишној капитализацији (у %)</u> Свет: 46,9% ЕЗ: 23,0% САД: 75,7% ЦЕ5: 6,3%</p>	<p>(3) <u>Корпоративне обвезнице према БДП (у %)</u> Свет: 1,8% ЕЗ: 2,9% САД: 4,6% ЦЕ5: 1,4%</p>

Извор: База података Светске банке, приступ 1. октобра 2015. године.

Линк: <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>.

Доступност спољних извора финансирања зависи од ширег институционалног окружења, при чему неадекватни извори финансирања дестимулативно делују на раст компанија и реализацију иновативних инвестиција. Стога је приоритетни дугорочни циљ земаља у транзицији институционална реформа и јачање финансијске инфраструктуре, како би се олакшао приступ компанија свим изворима финансирања. Емпиријска евиденција је указала да се, кроз унапређен

приступ изворима финансирања предузећа, обезбеђује економски раст.<sup>245</sup> Небанкарски извори финансирања су мање доступни у земљама у развоју и транзицији, с обзиром да приступ екстерним изворима финансирања захтева стабилну заштиту права инвеститора, отвореност националних тржишта за прилив страног капитала, што у знатној мери може смањити трошкове финансирања капитала. Осим тога, заштита власничких права је посебно значајна за прилив портфолио и страних директних инвестиција. Ефикасна финансијска тржишта остварују индиректне позитивне утицаје на приступ изворима финансирања малих компанија.

III. **Ефикасност пословања** финансијских институција и тржишта. Овај сет показатеља исказује ефикасност финансијских институција и тржишта у посредовању ресурсима и лакоћу обављања финансијских трансакција. Ефикасност финансијских институција се мери преко шест показатеља: (1) нето каматна маргина, (2) спред позајмица и депозита, (3) некаматни приход у односу на укупан приход, (4) општи трошкови пословања у односу на укупну активу, (5) принос на просечну активу и (6) принос на просечан акцијски капитал. Ефикасност финансијског сектора је представљена као каматна маргина, која мери разлику између каматне стопе на депозите и одобрене кредите на банкарском тржишту. Ефикасност финансијских тржишта се мери рациом промета на берзи, као вредност трговања у односу на капитализацију (у %). Просечна вредност ових индикатора за ЦЕ5 је изнад светског просека, али и даље на нивоу испод просека за ЕЗ и САД. У наредној табели су приказане вредности података за ЦЕ5, ЕЗ, САД и светски просек.

---

<sup>245</sup> Demirgüç–Kunt, Beck, and Honohan (2008) „Finance for All Policies and Pitfalls in Expanding Access“ A World Bank Policy Research Paper, стр. 90.

**Табела 4.11 Одабрани индикатори ефикасности финансијског пословања, 2013. године**

<b>Ефикасност финансијских институција (енг. Financial Institutions – Efficiency)</b>		
<p>(1) <u>Нето каматна маргина</u> Свет: 3,7% ЕЗ: 1,9% САД: 3,4% ЦЕ5: 2,2%</p> <p>(2) <u>Спред позајмица и депозита</u> Свет: 6,0% ЕЗ: 5,0% САД: – ЦЕ5: 4,0%</p>	<p>(3) <u>Некаматни приход у односу на укупан приход</u> Свет: 35,7% ЕЗ: 33,1% САД: 37,8% ЦЕ5: 31,4%</p> <p>(4) <u>Општи трошкови пословања у односу на укупну активу</u> Свет: 3,0% ЕЗ: 1,8% САД: 2,8% ЦЕ5: 2,1%</p>	<p>(5) <u>Принос на просечну активу*</u> Свет: 1,1% ЕЗ: 0,3% САД: 1,1% ЦЕ5: –0,5%</p> <p>(6) <u>Принос на просечан акцијски капитал*</u> Свет: 9,8% ЕЗ: 4,6% САД: 9,4% ЦЕ5: –6,1%</p>
<b>Ефикасност финансијских тржишта (енг. Financial Markets – Efficiency)</b>		
<p><u>Промет берзе (вредност трговања на берзи у односу на капитализацију) (у %)</u> Свет: 12,2% (2012) ЕЗ: 40,1% САД: 123,6% (2012) ЦЕ5: 27,8% (2012)</p>		

Напомене: \* После опорезивања.

Извор: База података Светске банке, приступ 1. октобра 2015. године.

- IV. **Стабилност пословања** финансијских институција и тржишта. Стабилност функционисања финансијских тржишта се исказује индексом волатилности цена хартија од вредности. Стабилност пословања финансијских институција се мери преко шест индикатора: (1) бруто проблематични кредити у односу на укупне бруто кредите, (2) капитал банака у односу на укупну активу, (3) кредити банака у односу на укупне депозите, (4) регулаторни капитал у односу на ризиком пондерисану активу, (5) ликвидна актива у односу на депозите и краткорочне изворе финансирања и (6) индикатор банкарске стабилности З–скор.<sup>246</sup>

<sup>246</sup> Индикатор стабилности „З–скор“ (енг. Z–score) изражава вероватноћу кашњења у наплати оквиру банкарског система.

**Табела 4.12 Одабрани индикатори стабилности финансијског система, 2013. године**

Индикатори:	Свет	ЕЗ	САД	ЦЕ5
<b>Стабилност финансијских институција (енг. Financial Institutions – Stability)</b>				
(1) Бруто проблематични кредити у односу на укупне бруто кредите	4,5%	7,2%	2,4%	9,1%
(2) Капитал банака у односу на укупну активу	9,7%	6,9%	11,8%	9,5%
(3) Кредити банака у односу на укупне депозите	86,6%	126,2%	60,5%	107,4%
(4) Регулаторни капитал у односу на ризиком пондерисану активу	16,5%	15,4%	14,4%	15,96%
(5) Ликвидна актива у односу на депозите и краткорочне изворе финансирања	27,9%	30,8%	20,8%	17,5%
(6) Индикатор банкарске стабилности 3–скор	14,1%	9,1%	29,1%	20,4%
<b>Стабилност финансијских тржишта (енг. Financial Markets – Stability)</b>				
(7) Волатилност цена хартија од вредности	15,2	18,6	13,9	17,4

Извор: База података Светске банке, приступ 1. октобра 2015. године.

Линк: <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>.

- V. **Остали индикатори** мера финансијског развоја за финансијске институције обухватају: (1) концентрацију банака, (2) депозите банака у односу на БДП, (3) Х–статистику, (4) Лернеров индекс и (5) Бонов индикатор. Ови показатељи су изведени из односа других оснивних индикатора. Концентрација банака указује на присуство великих банака и њихову улогу у финансијском систему. Концентрација великих банака је изразита у земљама ЕЗ, при чему је и у ЦЕ5 на високом нивоу. Учешће депозита банака у БДП–у указује на значај вредности депонованих средстава код банака у односу на целу економију. Индикатор Х–статистика указује на конкурентност банкарског система, при чему је већа вредност указује на конкурентније банкарске системе.<sup>247</sup> Према овом индикатору конкурентност у земљама ЦЕ5 је већа у односу на остале посматране економске целине. Лернеров индекс је дефинисан као разлика између цене производње и маргиналних трошкова.<sup>248</sup> И према овом индикатору конкуренција на банкарском тржишту ЦЕ5 је знатно већа у односу на светски просек, ЕЗ и САД, с обзиром да већа вредност овог индекса указује на мању конкуренцију банака. Бонов индикатор је последњи додат овој групи индикатора и мери ефикасност

<sup>247</sup> У условима монопола, повећање цена инпута доводи до раста маргиналних трошкова пословања, уз смањење производње и прихода (с обзиром на негативан нагиб криве тражње), и на то указује вредност индикатора Х–статистика који је мањи или једнак 0. У условима перфектне конкуренције, било које повећање цене инпута повећава маргиналне трошкове пословања али и укупне приходе у истом односу (крива тражње је перфектно еластична), на шта указује вредност индикатора Х–статистика која је једнака 1.

<sup>248</sup> Лернеров индекс је дефинисан као разлика између цене аутпута и маргиналних трошкова. Цене се израчунавају као укупан приход банака, док су маргинални трошкови пословања у функцији очекиваног аутпута. Веће вредности Лернеровог индикатора указују на слабију конкуренцију између банака.



перформанси пословања у сегменту профита.<sup>249</sup> И према овом параметру је ниво конкуренције у ЦЕ5 највећи, с обзиром да већа негативна вредност Боновог индикатора указује на већи ниво конкуренције на тржишту.

У наредној табели су приказане вредности података за ЦЕ5, ЕЗ, САД и светски просек.

**Табела 4.13 Одабрани остали индикатори финансијског система, 2013. године**

Индикатори:	Свет	ЕЗ	САД	ЦЕ5
<b>Остали индикатори финансијских институција (енг. Financial Institutions – Other indicators)</b>				
(1) Концентрација банака	69,5%	70,2%	34,9%	74,6%
(2) Депозити банака у односу на БДП	45,9%	100,6%	80,2%	55,6%
(3) Х–статистика	0,59	0,73	0,496	0,6
(4) Лернеров индекс	0,28	0,24	0,34	0,19
(5) Бонов индикатор	-0,035	-0,0297	-0,0453	-0,039
<b>Остали индикатори финансијских тржишта (енг. Financial Markets – Other indicators)</b>				
Међугодишњи принос на берзи (у %)	12,8%	15,5%	19,2%	3,9%

Извор: База података Светске банке, приступ 1. октобра 2015. године.

Линк: <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>.

У истраживању међузависности развоја финансијског система и привредног раста које је 2009. године објављено у радном документу Одељења за економију и финансије Брунел универзитета (Caronale, Rault, Sova & Sova, 2009) коришћен је широк спектар параметара за оцену финансијског развоја земаља у транзицији.<sup>250</sup> Истраживање је показало да су имплементација транзиционих реформи, улазак страних банака и приватизација државних банака у великој мери смањили трансакционе трошкове пословања и омогућили већу доступност кредита. Ови фактори су, у значајној мери унапредили ефикасност пословања банкарског сектора, који је одиграо важну улогу у процесу економског раста. Унапређење регулативе и супервизије је делом извршено уз процес европских интеграција и потребе усвајања стандарда ЕУ. Стога су значајно биле смањене бројне слабости банкарског сектора

<sup>249</sup> Бонов индикатор се израчунава као еластичитет профита у односу на маргиналне трошкове. У основи идеје о формирању Боновог индикатора налази се полазиште да банке које ефикасније послују остварују више износе профита. Негативна вредност индикатора указује да на тржишту постоји већи ниво конкуренције с обзиром да је ефекат реалокације јачи.

<sup>250</sup> Развијеност финансијског сектора се оцењивала посредством параметара активности, величине и ефикасности финансијског сектора, према истраживању Левина и Зевроса. Активност финансијског сектора је исказана индикатором који мери учешће кредита одобрених приватном сектору у БДП. Кредити приватном сектору су приказани као вредност зајмова које су банке одобриле приватним предузећима и домаћинствима. Овај индикатор се користи као мера дубине финансијског тржишта и развоја банака. При том, посебно вреднује кредите који се одобравају привредном сектору, на супрот кредитима одобреним влади и државним институцијама.

традиционално карактеристичне за тржишта у развоју. Уз придруживање ЕУ, стране банке углавном из евро зоне, прошириле су своје пословање у земљама ЦЕ, и постале доминантни учесници на транзиционим тржиштима. Ипак, једна од главних карактеристика економија земаља ЦЕ5 су, и даље недовољно развијене берзе и неадекватна финансијска дубина у овом сегменту финансијске развијености. Значајан напредак у овој области представља чињеница да је тржишно посредовање постало правило, пре него изузетак, и да одговарајућа политика у овој области може смањити нестабилност финансијског сектора. Ипак, значајно присуство страних банака је повећало ризик управљања лошом активом, што је постало посебно изражено након глобалне економске кризе, а могло би утицати на конкуренцију. Према истраживању Винклера (2009:84–97), стратегија финансијског развоја заснована на уласку страних банака из зоне евра није гаранција несметаног процеса финансија и раста, и пример је глобална криза, која је у развијеним земљама започела у лето 2007. године и проузроковала изненадни прекид прилива капитала у земље југоисточне Европе.

Истраживања ове области су примарно била фокусирана на мерење улоге банкарског сектора и берзи у економском развоју. При формулисању индикатора за мерење економског напретка Левин (1993) је указао на неколико могућих индикатора економског раста. То су: стопа раста реалног БДП–а по становнику, просечан раст стока капитала по становнику и раст продуктивности. Аутори Брунел универзитета (Caronale, Rault, Sova & Sova, 2009) су у раду користили раст реалног БДП–а по становнику. Истраживање је показало да је акумулација капитала, односно инвестиције, најрелевантнија детерминанта процеса раста. Радна снага, као значајан ресурс, и трговинска отвореност имају позитиван и значајан утицај на економски раст. Квалитет радне снаге кроз повећање продуктивности позитивно утиче на економски раст. Упис у средње школе, мерен као учешће популације која правовремено упише средњу школу, представља меру квалитета радне снаге и очекује се да позитивно утиче на привредни раст. Инфлација се користи као мера макроекономске стабилности и очекује се да има негативни утицај на економски раст. Трговинска отвореност, посредством потписивања регионалних споразума о сарадњи, позитивно утиче на раст конкуренције и технолошки прогрес, који утичу на економски раст. Посебном регресијом су испитивали повезаност развијености финансијског сектора и економског раста. Истраживање је показало да кредити приватном сектору имају позитиван, али недовољно значајан, утицај на економски раст. Највероватније услед банкарских криза проузрокованих великим учешћем ненаплативих кредита на почетку процеса

транзиције земаља ЦЕ. Ипак, кредити одобрени приватним компанијама били су основа за финансирање инвестиционих пројеката, који позитивно делују на дугорочни привредни раст.

Као индикатор финансијске ефикасности користи се и индекс институционалног развоја ЕБРД, који исказује и меру напретка у реформи финансијског сектора. У свим земљама у транзицији ефикасност је временом расла, али је достигла различите нивое међу земљама, зависно од метода приватизације и уласка страних банака које су значајно ефикасније у свом пословању. ЕБРД индекс показује позитиван ефекат подразумевајући да реформе у банкарском и финансијском сектору попут мониторинга и регулације тржишта позитивно утичу на економски раст. Индекс развијености финансијских институција је показао посебно значајан утицај на привредни раст ЦЕ5.

## 2. Транзиција финансијског система Републике Србије

Финансијски систем у Републици Србији је, такође, прошао дуг пут транзиције од 2000. године, при чему су и након петнаест година, неопходне додатне реформе како би се процес могао оценити успешним. Реализована је значајна трансформација финансијског система уз унапређење регулативе у правцу усклађивања са правилима успостављеним на нивоу ЕУ. Осим транзиционог тока, финансијски систем Србије је и под утицајем глобалне финансијске кризе, што се испољило кроз већи ризик неликвидности система иако се криза више одразила на пословање реалног сектора привреде у односу на финансијски сектор. Стога је одржавање стабилности финансијског система један од најзначајнијих задатака носиоца економске и макроепруденцијалне политике земље.

Финансијски систем Србије је у великој мери банкоцентричан. Финансијски сектор је 2013. године достигао 85,2% у односу на БДП.<sup>251</sup> Изразито високо учешће банака у укупној активи финансијског сектора Србије (92,4% у 2013. години) указује да су банке доминантни учесници у финансијском сектору, при чему је изразито високо учешће страних банака (НБС, 2013).<sup>252</sup> Одржавање стабилности финансијског система стога изискује висок квалитет основне функције финансијског посредовања банака, од чега у значајној мери зависи економски раст земље. Стога се, у разматрању проблема одржавања финансијске стабилности на националном нивоу, посебно подразумева очување стабилности банкарског сектора као најзначајнијег сегмента финансијског система, како би се обезбедила ефикасна алокација средстава.

Учешће осталих финансијских посредника у финансијском систему Србије је мање, али је у овој области од 2000. године учињен значајан напредак. Улога пензионих фондова у финансијској активи постепено расте и 2013. године је достигло 0,6% укупне aktive финансијског сектора.<sup>253</sup> Сектор осигурања бележи скромнији раст и 2013. године је достигао учешће од 4,8% укупне aktive финансијског сектора.<sup>254</sup> Учешће финансијског лизинга достигло је 2,2% aktive у 2013. години.<sup>255</sup> Улога и

---

<sup>251</sup> Учешће финансијског сектора у БДП је износило 74,7% у 2008. години. (НБС, 2013)

<sup>252</sup> Учешће страних банака у укупној активи је износило 68,7%, од чега је највеће учешће банака из Италије, Грчке, Аустрије и Француске. Учешће домаћих банака у приватном власништву износило је 6,4% укупне aktive финансијског сектора, док је учешће државних банака износило 17,3%. (НБС, 2013).

<sup>253</sup> У 2008. години учешће сектора пензијских фондова у укупној активи финансијског сектора износило је 0,2%. (НБС, 2013).

<sup>254</sup> Учешће сектора осигурања у укупној активи финансијског сектора износило је 4,3% у 2008. години. (НБС, 2013).

<sup>255</sup> У 2008. години учешће сектора лизинга у укупној активи финансијског сектора износило је 6,2% (НБС, 2013).

развој финансијског тржишта у Србији од 2000. године одвија се знатно споријим темпом, у односу на тренд на банкарском тржишту. Тржиште новца и капитала развија се неуједначеним темпом, уз знатно мање учешће у финансијском систему у односу на банке.

Регулаторне мере одржавања стабилности финансијског система су усмерене ка смањењу системских ризика пословања, као и очувању стабилности финансијског система. Финансијски систем Србије се суочава с великим ризицима стабилности, које је могуће контролисати само координираном активношћу на националном нивоу.

## 2.1 Финансијска тржишта и процес приватизације

Процес приватизације у Србији започео је још 1989/1990. године према тадашњем Закону о својинској трансформацији<sup>256</sup> којим је спроведена докапитализација. Позитивна пословна клима и подршка отпочињању процеса приватизације резултирали су великом заинтересованошћу предузећа за цео процес, при чему су многа започела процес приватизације у првом таласу (око 1.200 привредних субјеката). Хиперинфлација која је обележила период 1992. и 1993. године, подстакла је велики број људи да се укључи у процес приватизације с обзиром да су дугови у кратком року били обезвређени. Савезни закон је 1994. године замењен републичким Законом о изменама и допунама претходног закона.<sup>257</sup> Исти је био мање подстицајан, те значајнијих приватизација по основу овог закона није било. У процес приватизације је ушло 428 предузећа а завршило осамнаест предузећа, што је мали број за три године. Од 1997. године је спроведен нови концепт приватизације.<sup>258</sup> Закон је доношење одлуке о уласку у процес приватизације оставио на предузећима, што се не сматра добрим решењем у условима када није постојао рок за завршетак приватизације. Цео процес је зависио од мотива и способности менаџмента предузећа. Истраживања су показала да акционарство запослених није оптимално решење за процес реструктурирања (кроз који морају проћи сва приватизована предузећа) као и унапређење пословања. Овај модел приватизације фаворизовао је запослене и пензионере, што није било правично према осталим грађанима. Приватизациони процес који је спроведен у Србији у периоду до 2000. године није резултирао приватизацијом већег броја привредних субјеката. Цео процес је започет конципирањем новог Закона о приватизацији у јуну 2001. године. Очекивало се да ће примена овог закона резултирати успостављањем стабилног власничког режима, већим приливом страног капитала, као и да ће подржати развој финансијских тржишта (слободан промет акција које се могу котирати на берзи). Предузећа су била у обавези да за четири године, до јула 2005. године, изврше приватизацију продајом до 70% капитала. Закон је предвиђао да се изврши бесплатна подела акција до 30% вредности

---

<sup>256</sup> „Закон о условима и поступку претварања друштвене својине у друге облике својине,“ Службени Гласник Републике Србије 48/91.

<sup>257</sup> „Закон о изменама и допунама Закона о условима и поступку претварања друштвене својине у друге облике својине,“ Службени Гласник Републике Србије 58/94.

<sup>258</sup> Закон о својинској трансформацији („Сл. гласник СР бр. 32/97) је ступио на снагу 31. октобра 1997. године. Према овом закону је приватизовано око 777 предузећа. (Агенција за приватизацију, 2010).

капитала.<sup>259</sup> Гарантована је транспарентност процеса приватизације, уз очекивања да ће приватизација осигурати економски раст, нова радна места и повећање животног стандарда грађана, подстаћи локални економски развој и обезбедити редовну исплату пензија. Међутим, ову фазу транзиционог процеса карактеришу бројне малверзације услед чега су бројне приватизације и раскинуте.<sup>260</sup> У периоду 2002–2014. године укупно је приватизовано 2.360 предузећа, уз приватизациони приход од 2,6 млрд евра. Процесом приватизације су уговорене инвестиције у вредности 1,0 млрд евра, док је укупно запослено 333.016 радника.<sup>261</sup>

Петнаест година након 2000. године, када је отпочео нови талас приватизације, за који се очекивало да ће резултирати брзом и ефикасном трансформацијом државне и друштвене у приватну својину, цео процес у Србији није заокружен. Остала су нерешена бројна имовинска питања, вишак запослених, велика задуженост и меко буџетско ограничење. Све ове околности су повећавале ризик куповине предузећа и довеле до негативне селекције инвеститора.<sup>262</sup> Наиме, стратешки инвеститори су

---

<sup>259</sup> Правни оквир за ову фазу приватизације представљао је Закон о приватизацији, Закон о Акцијском фонду и Закон о Агенцији за приватизацију. Бројним уредбама детаљно су регулисани сви сегменти приватизације (Уредба о методологији за процену вредности капитала, Уредба о продаји капитала јавном аукцијом, Уредба о продаји капитала јавним тендером). За спровођење приватизације били су задужени тадашње Министарство за привреду и приватизацију, Агенција за приватизацију и Акцијски фонд.

<sup>260</sup> Према подацима Агенције за приватизацију, укупно је 1.638 предузећа приватизовано по Закону о приватизацији. При том је 537 неприватизованих предузећа у реструктурирању било на дан 1. септембар 2011. године. Након усвојених Измена и допуна закона о приватизацији 2015. године, у портфилију Агенције за приватизацију налази се 526 субјеката приватизације. Законом је дефинисан обавезан рок за спровођење приватизације друштвеног капитала до 31. децембра 2015. године. Крајем маја 2015. године је усвојена посебна Одлука о одређивању субјеката приватизације од стратешког значаја (Одлука је објављена у Сл. гласнику РС бр. 47/2015 а ступила на снагу 30. маја 2015. године) којом је обухваћено 17 предузећа којима је циљ наћи стратешког партнера. Привредни субјекти са својим зависним предузећима од стратешког значаја су: Фабрика мазива Фам Крушевац а.д, Корпорација Фабрика аутомобила а.д. Прибој, Акционарско друштво за производњу петрохемијских производа ХИП–Петрохемија Панчево, Пољопривредна корпорација Београд а.д. Падинска Скела, ЈП за подземну експлоатацију угља Ресавица, Холдинг компанија памучни комбинат Yumco а.д. Врање, Трауал корпорација а.д. Крушевац, Галеника а.д. за производњу лекова, дентала, антибиотика, фармацеутских сировина, парафармацеутике, ветеринарских производа, и адитива Београд (Земун), Политика а.д. Београд, Икарбус а.д. фабрика аутобуса и специјалних возила Београд (Земун), РТБ Бор–група рударско–топионичарски басен Бор д.о.о, Холдинг предузеће индустрија хидраулике и пнеуматике Прва петолетка а.д. Трстеник, Холдинг предузеће Прва искра а.д. Барич, Предузеће за производњу хидрауличких сервоуправљача ППТ – сервоуправљачи а.д. Трстеник, Акционарско друштво за холдинг, консалтинг и менаџмент послове Група Застава возила Крагујевац, Предузеће за производњу заптивки ППТ– Заптивке а.д. Трстеник и Холдинг индустрија каблова а.д. Јагодина.

Стратешки значај предузећа одређен је на основу утицаја на ниво запослености у региону, утицаја на пословање других привредних субјеката, тржишног учешћа и тржишног потенцијала предузећа, одрживости текуће производно пословне активности, производа/услуга од стратешког значаја за Републику и извесности спровођења успешне приватизације у року од годину дана.

<sup>261</sup> Министарство финансија. (2014). Билтен јавних финансија број 124. *Публикације - билтени*. Београд: Министарство финансија.

<sup>262</sup> Радуловић, Б., Драгутиновић, С. (2014). Студија случаја: Приватизација у Србији. *НАЛЕД, USAID*. стр. 9.

улагали искључиво у предузећа профитабилних сектора и без већих проблема у пословању. Сет реформских закона уз које је усвојен и нови Закон о приватизацији,<sup>263</sup> половином 2014. године, дефинисао је као крајњи рок приватизације последњи дан децембра 2015. године, када се очекивало да процес приватизације у Србији буде окончан.

Бројни су макроекономски проблеми, с којима се земља суочава од 2000. године: висока стопа незапослености, нестабилна вредност националне валуте, смањење животног стандарда становништва, проблем јавних финансија и спољне неравнотеже. Исти су утицали на развој домаћег тржишта капитала јер земља није атрактивна за улазак страних инвестиционих фондова. У досадашњем периоду процес приватизације није искоришћен ни за изградњу берзе, једног од кључних стубова тржишне економије. Тржиште капитала у Србији је плитко и недовољно развијено како би, као алтернативно место инвестирања и штедње, обезбедило јефтиније видове улагања, развој индустрије, нова радна места и развој привреде у Србији у целини. Неопходна је озбиљна подршка државе како би се постојећа инфраструктура у том погледу оптимално искористила, уз повећање квалитета и разноврсности понуде. Проблем је у чињеници да приватизоване компаније као ни држава, у даљој приватизацији, не користе све потенцијале које тржиште капитала може да пружи у процесу финансирања и ефикасној комбинацији власничке структуре. Неусаглашеност процеса приватизације и развоја тржишта капитала резултирала је веома слабом заинтересованошћу инвеститора за улагање на берзи као и на недовољно добар квалитет понуде на берзи. Стога је неопходно на националном нивоу преузети кораке за унапређење финансијског тржишта, чиме би инвестициони и развојни потенцијали земље били унапређени и побољшани. То је једна од карика којом би целокупан макроекономски амбијент Србије могао бити знатно унапређен у наредном периоду.

---

<sup>263</sup> „Закон о приватизацији“ Службени гласник РС бр. 43/2014.



## 2.2 Реформа банкарског сектора у Републици Србији

Банкарски сектор је доминантан део финансијског система Републике Србије, који је значајно трансформисан у периоду од 2000. године. Стабилност банкарског сектора је под контролом Народне банке Србије, која је одговорна и за стабилност целокупног финансијског система у Србији.<sup>264</sup> Банкарски систем чине централна банка и пословне банке. Пословне банке самостално и независно обављају своју делатност у циљу остваривања профита. Пословање банака се обавља на принципима солвентности, профитабилности и обезбеђења ликвидности.

У транзиционом периоду Србије, од 2000. године, реформа банкарског сектора је спроведена уз корените промене и потпуну измену структуре система пословних банака. На почетку 2001. године у Србији је пословало 86 банака, док је тај број почетком 2002. године износио 49 банака (НБС, 2002:1). Процес транзиције банкарског система је започео 2000–2002. године, када су 23 банке у државном власништву изгубиле дозволу за рад, а четири банке почетком 2002. године.<sup>265</sup> Банкарски сектор је карактерисала изразито ниска профитабилност пословања банака (услед високог степена контаминираних ненаплативих потраживања и ниског степена реално каматоносне активе), висока неликвидност, неадекватан систем управљања ризицима, неадекватан систем интерне контроле и ревизије, низак степен резерве за покриће потенцијалних губитака. Екстерни ревизори нису обезбеђивали висок степен професионалности. Велики проблем је представљала реална несолвентност четири највеће банке, које су чиниле преко 57% билансне суме банкарског сектора. У периоду од 2001. године, спроведена је и коренита реформа регулаторног и законодавног оквира који регулише пословање у банкарском сектору.<sup>266</sup>

---

<sup>264</sup> Према Закону о Народној банци Србије (објављен у Службеном гласнику РС бр. 72/2003) у члановима 3. и 4. је наведена надлежност Народне банке Србије за очување и јачање финансијског система земље. У том погледу НБС је дужна да утврђује и спроводи активности и мере ради остварења овог задатка.

<sup>265</sup> У току 2001. године централна банка је донела одлуке о санацији осам банака: „Beogradska banka AD“, „Investbanka AD“, „Jugobanka AD“, „Veobanka AD“ из Београда, „Prokupačka banka AD“ из Прокупља, „Niška banka AD“ из Ниша, „Jugobanka AD“ из Бора и „Vranjska banka AD“ из Врања. Поступак стечаја је отворен 3. јануара 2002. године за четири велике банке, чије је учешће у билансној суми износило преко 57%. То су: „Veobanka AD“, „Beogradska banka AD“, „Investbanka AD“ и „Jugobanka AD“ из Београда.

<sup>266</sup> Донесен је велики број законских и подзаконских аката који регулишу пословање у банкарском сектору. Измена регулативе је обухватала измене следећих закона: Закон о банкама и другим финансијским организацијама, Закон о Народној банци Југославије, Закон о рачуноводству, Закон о санацији, стечају и ликвидацији банака.

Током 2001. године је отпочео улазак страних банака, при чему је издата дозвола за рад пет страних и једну домаћу банку,<sup>267</sup> док је до краја 2001. године отворено девет представништава страних банака. Број страних банака у Србији је крајем 2001. године достигао 15 банака. Тадашња улагања представљају и даље највеће стране директне инвестиције у банкарском сектору.<sup>268</sup> Број страних банака у Србији се мењао током периода анализе. Крајем 2014. године на тржишту Србије је пословало 29 банака, од чега је 21 банка била у власништву страних лица, што је 72% укупног броја банака. Исте године стране банке учествују са 74,4% у укупној активи, 74,8% у капиталу, 70,6% (1.261 пословна јединица) у мрежи пословних јединица<sup>269</sup> и запошљавале су 74,6% (18.723 запослена лица) радне снаге ангажоване у банкарском сектору (НБС, 2015а).

Глобална економска криза, представља посебну одредницу околности транзиционог процеса у Србији. Под утицајем кризе, финансијски сектор је био додатно изложен ризику неликвидности, што је у великој мери профилисало монетарну политику НБС<sup>270</sup> од 2008. године. Иако су банке у Србији, због високе адекватности капитала<sup>271</sup> и ликвидности, показале отпорност на спољне шокове,

---

<sup>267</sup> Крајем 2001. године дозволу за рад су добиле: „Alpha bank AE,“ „National bank of Greece,“ „HVB banka Jugoslavija AD,“ „Micro finance banka AD“ и „Raiffeisenbank Jugoslavija AD.“ У 2001. години је основана домаћа банка „Национална штедионица – банка АД.“

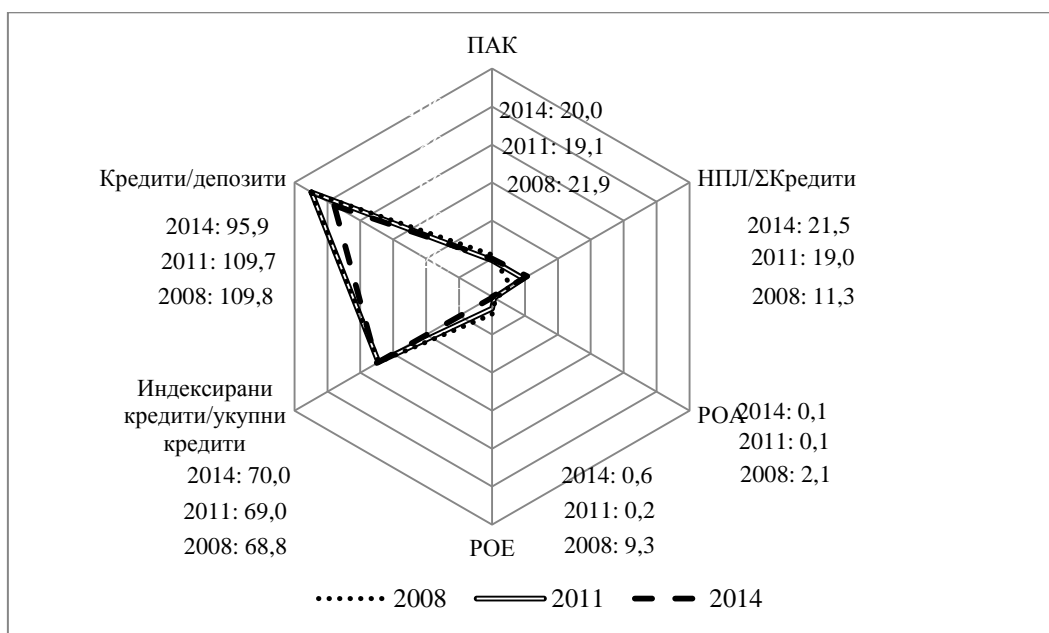
<sup>268</sup> Оснивање Рајфајзен банке и Банке Интеса. Према подацима НАЛЕД–а, почетна гринфилд инвестиција Рајфајзн банке, 2000. године, је износила 500,0 млн евра. Првобитно браунфилд улагање Банке Интеса, 2005. године је износило 450,0 млн евра, док је у периоду до 2012. године путем реинвестиране добити задржано 1,4 млрд евра. Укупна улагања Банке Интеса су износила 1,8 млрд евра у периоду 2005–2012. године.

<sup>269</sup> У Србији је крајем 2014. године постојало 1.787 пословних јединица банкарског сектора.

<sup>270</sup> Утицај глобалне финансијске кризе се у Србији одразио на смањену расположивост средстава из иностранства и снажне депресијацијске притиске на динар, под утицајем смањеног поверења у банкарски систем и смањење девизне ликвидности услед повлачења девизних депозита у иностранство. НБС је спроводила рестриктивну монетарну политику (одржавање високе референтне каматне стопе због растућих депресијацијских притисака и стерилисање вишка ликвидности), поштрену контролу пословних банака (оснивање кредитног бироа, смањење изложености девизном ризику) и пруденцијалне и административне мере (ограничена могућност задуживања становништва, висока обавезна резерва на девизну штедњу и задуживање банака у иностранству). НБС је у периоду након отпочињања кризе дуго времена одржавала високу референтну каматну стопу због растућих депресијацијских притисака. Референтна каматна стопа је крајем децембра 2007. износила 10%, да би 22. децембра 2008. године достигла рекордних 17,75%. У периоду до 2013. године одржавана је на нивоу 9,5–11,5%. Од 2014. године референтна каматна стопа бележи тренд смањења на 8% 11. децембра 2014. године, 5,5% 13. августа, 5% 10. септембра, 4,5% 14. октобра 2015. године и 4,25% 11. фебруара 2016. године. Извор: Народна банка Србије.

<sup>271</sup> Показатељ адекватности капитала банака, исказан као регулаторни капитал/ризишна актива је у последњем кварталу 2008. године износио 21,9%, а у последњем кварталу 2014. године 20,0%. Базелски стандард адекватности капитала је 7%, а регулаторни минимум Србије 12%.

глобална криза се негативно одразила на валутну структуру и рочност пасиве банака.<sup>272</sup> Анализа основних ризика стабилности у пословању банкарског сектора, након избијања глобалне економске кризе, подразумева сагледавање унутрашњих токова. Највећи ризик пословања банкарског сектора представља ниво проблематичних кредита, док висина јавног и спољног дуга прете да угрозе макроекономску стабилност у земљи, као и стабилност банкарског сектора. Приказ кретања основних ризика по стабилност банкарског сектора дат је на мрежном дијаграму финансијске стабилности.



**Графикон 4.1**

**Финансијска стабилност у Србији 2008–2014. године**

ПАК – Показатељ адекватности капитала (регулаторни капитал у односу на ризичну активу).

НПЛ/ΣКредити – Удео бруто проблематичних кредита у односу на укупне бруто кредите.

РОА – Принос на активу.

РОЕ – Принос на капитал.

Индексирани кредити/Укупни кредити – Удео кредита исказаних и индексираних у иностраној валути у односу на укупне кредите.

Кредити/депозити – Удео кредита исказаних и индексираних у иностраној валути у односу на депозите исказане и индексиране у иностраној валути.

Напомена: Скуп показатеља одабран према истраживању Маринковић М. & Живковић Б. (2013). Стабилност банкарског сектора. *МАТ* 222. Београд.

Извор: Подаци НБС.

Са дијаграма се уочава да удео проблематичних кредита у укупним кредитима расте од 2008. године, и да је у 2014. био већи за 10,2 п.п. у односу на 2008. годину. Проблематични, односно, ненаплативи кредити представљају највећи ризик стабилности финансијског сектора, у периоду након 2008. године. Степен евроизације,

<sup>272</sup> Кључне позиције пасиве банкарског сектора у Србији су: депозити (и остале обавезе према централној банци, другим финансијским организацијама, банкама и осталим комитентима), акцијски и остали капитал, резерве и нерелизоване губици.

исказан као удео кредита у страниј валути и са валутном клаузулом у укупним кредитима, представља највећи фактор ризика услед немогућности ефикасно коришћења инструмената монетарне политике, због коришћења евра као доминантне валуте. Поред тога, очување стабилности система има за цену трошење девизних резерви земље и знатно утиче на реалну привреду и становништво преко немогућности уредног сервисирања обавеза по кредитима. Високо учешће индексираних кредита неповољно утиче на каматни и девизни ризик. Капитализација банкарског сектора је најстабилнији фактор очувања финансијског сектора и указује да су банке у стању да ефикасно послују у околностима могућих шокова на тржишту. Показатељ адекватности капитала, који представља стандардну меру профитабилности банкарског система, је одржан на високом нивоу. Принос на активу, који представља најважнији показатељ ефикасности управљања активом, смањен је од 2008. године, да би од 2013. године прекинут тренд пада и забележен раст до нивоа 0,1%. У трећем кварталу 2015. године достигао је 1,2%.

Висина јавног и спољног дуга представљају индиректне системске ризике по стабилност финансијског система, и лоше утичу на макроекономску стабилност и екстерну позицију земље на међународном финансијском тржишту. Високо учешће спољног и јавног дуга у БДП утиче на перцепцију страних инвеститора по питању ликвидности и солвентности Србије што може утицати на раст премије ризика за улагање у земљу. На основу поређења са репрезентативном групом земаља у транзицији и окружењу, закључује се да су слични основни узроци ризика по стабилност банкарских система.

Банкарски систем у Србији је углавном одолевао спољним утицајима и стране банке су одржале висок ниво учешћа на тржишту Србије. Забринутост у погледу могућности отплате девизних кредита и кредита индексираних у страним валутама постоји с обзиром да проблематични кредити расту (са 11,3% почетком кризе 2008. године на чак 22,8% у другом кварталу 2015. године). Стабилност банкарског система је одржана и великим уделом ликвидне активе у односу на укупну билансну активу банкарског сектора (43,3% 2013. године, која је 2014. године смањена на 37,1%) и високим нивоом капитала (рацио адекватности капитала од 20% у последњем кварталу 2014. године). Једна од значајнијих мера стабилности финансијског система, депозити домаћинстава у страниј валути су се од половине новембра 2009. вратили на ниво од пре почетка кризе (око 5,7 млрд евра, у 2009. години су достигли 6,0 млрд евра), док су 2014. године износили 8,5 млрд евра.

Укупна нето актива пословних банака у Србији, на крају четвртог тромесечја 2014. године износила је око 25,3 млрд евра.<sup>273</sup> У активи и капиталу банкарског сектора доминантно је учешће банака са страним власништвом (банке пореклом из Италије, Аустрије и Грчке). Банкарски сектор Србије је конкурентно сегментиран, мерено Херфиндал–Хиршмановим индексом.<sup>274</sup> На крају 2014. године регистровано је одсуство концентрације активности банака, с обзиром да су вредности овог показатеља за све кључне категорије<sup>275</sup> биле мање од 1000.

Велика неизвесност пословања током 2014. године и постојећи системски ризици негативно су деловали на послове кредитирања привреде и становништва и прикупљање домаћих извора финансирања. Банке у Србији су, током 2014. године, биле усмерене ка контроли постојећих ризика пословања и консолидацији оперативних трошкова пословања. Нарасли проблематични кредити привреди и становништву резултирали су усмеравању средстава банака ка државним хартијама од вредности, као алтернативном начину остварења прихода од камата и сигурнијим улагањима. Кредити привреди и становништву су позиционирани на другом месту. Домаће банке су током 2014. године оствариле позитиван пословни резултат, што потврђује ефикасно пословање и аверзију према ризику, односно, пословање прилагођено новим условима на домаћем тржишту.<sup>276</sup> У 2014. години је одржан тренд умереног опоравка профитабилности банака, при чему је пад добити профитабилних банака био мањи у односу на пад губитака банака које су пословале са негативним резултатом. Расту прихода банкарског сектора током 2014. године је допринело повећање нето прихода од камата и нето осталих прихода. Негативни допринос укупном резултату произлази из нето оперативних расхода и ефекта курсних разлика. Укупан оперативни добитак банкарског сектора, на крају 2014. године, је износио 172,5 млрд динара (147,1 млн евра). И структура извора финансирања, сопствени извори банака, односно капитал, одржао је учешће од 14%, док домаћи и страни депозити чине око 75% пасиве банака (НБС, 2015а:23). Банкарски сектор је био адекватно капитализован крајем 2014.

---

<sup>273</sup> Нето актива пословних банака износила је 2.968,9 млрд динара. Просечан курс динара у односу на евро у 2014. години износио је 117,3060. (НБС, 2015: 11).

<sup>274</sup> Херфиндал–Хиршманов индекс (*енг.* Herfindahl–Hirschman Index – ННІ) концентрације представља суму квадрираних учешћа појединачних банака у укупној категорији која се посматра (актива, кредити, депозити и остало), при чему вредност показатеља до 1.000 указује на одсуство концентрације у сектору, вредност између 1.000 и 1.800 указује на постојање умерене концентрације, док вредност изнад 1.800 указује на постојање изражене концентрације.

<sup>275</sup> Посматрано за одобрене кредитне, примљене депозите и остварене приходе.

<sup>276</sup> Крајем 2014. године 17 банака је остварило позитиван нето резултат у укупној вредности 30,6 млрд динара (према средњем курсу НБС за 2014. годину у вредности 260,9 млн евра), док је 12 банака пословало са губитком у износу 27,1 млрд динара (231,0 млн евра). (НБС, 2015а).

године, уз показатељ адекватности капитала (19,96%) који је био знатно изнад законом прописане границе према домаћој регулативи (12%) и прописаног минимума према Базелским стандардима (8%). Укупна нето актива банкарског сектора је такође порасла на крају 2014. године, при чему категорија датих кредита и потраживања има највећи удео у укупној активи од 64,1%, док по основу улагања у хартије од вредности, позиција финансијска средства чини 15,3% активе, док готовина и средства код централне банке чине 16,4% активе (НБС, 2015а:13). Основни ризици стабилности финансијског система остају ниво проблематичних кредита и раст спољне задужености.

### 2.3 Достигнути ниво развијености финансијског тржишта у Републици Србији

Развијеност финансијског тржишта у Србији је у највећој мери условљена процесом транзиције и одговором регулаторних институција на глобалну економску кризу. Домаће финансијско тржиште је у развоју уз све одреднице карактеристичне за остале земље у развоју, односно, мали обим и вредност трговања, мали број ликвидних хартија од вредности и нестабилно тржиште, што су фактори који поскупљују пословање и успоравају долазак страних инвеститора. Наведено указује на високе ризике пословања на домаћем тржишту капитала, и висок ниво приноса који инвеститори очекују од улагања. Оживљавање тржишта капитала у Србији отпочело је након 2000. године, када су, након претходног периода трговања краткорочним хартијама од вредности и државним обвезницама, у трговање укључене акције предузећа из поступка приватизације. Стога домаће тржиште капитала карактерише доминантно присуство власничких хартија од вредности насталих у процесу приватизације, али и веома мали број емитованих корпоративних обвезница.<sup>277</sup> Основне одреднице домаћег тржишта су мала вредност промета и мала листа хартија од вредности којима се тргује. Тржишна капитализација у Србији, од почетка транзиције кретала се у распону од 10% до 30% БДП-а, што указује да, у односу на развијене земље, домаћа берза има периферну улогу у развоју домаће привреде.<sup>278</sup> Тржишна капитализација у развијеним земљама достиже и чак премашује годишњу вредност БДП-а.<sup>279</sup>

Од почетка 2000. године је остварен напредак у успостављању и усклађивању регулативе са међународним стандардима и унапређењу система за трговање хартијама од вредности. Међутим, и поред тога тржиште капитала и петнаест година од отпочињања текуће фазе транзиције, показује нестабилност и променљивост. Домаће тржиште капитала је суочено с проблемима карактеристичним за земље у транзицији, уз политичку и економску неизвесност које повећавају ризик пословања и отежавају предвиђање уједно повећавајући ризике улагања. Ограничавајући фактори су величина

---

<sup>277</sup> Иако је Србија отпочела процес емитовања дуга за сервисирање буџетских обавеза тим дугом се не тргује активно на организованом тржишту. На домаћем тржишту капитала не постоји обвезнички индекс, тако да за појединачне емисије обвезница локалних самоуправа не постоји референтна хартија од вредности ни референтни принос.

<sup>278</sup> Што је било једна од карактеристика почетних фаза развоја тржишта капитала у ЦЕ5.

<sup>279</sup> Тржишна капитализација у САД је 2012. године достигла 107% БДП-а, док је у земљама еврозоне износила 36,5% БДП-а.

тржишта, слаба ликвидност за постојеће инструменте, непостојање већег броја домаћих инвеститора и банкоцентричан финансијски систем.

Постојећи и потенцијални инвеститори, резиденти и нерезиденти, се суочавају са проблемима при пословању на тржишту капитала у Србији. Тржишна капитализација домаћег тржишта је изразито ниска, при чему је мали број акција, обвезница и других квалитетних врста хартија од вредности које се котирају на Београдској берзи. Није постигнут адекватан ниво транспарентности пословања издавалаца хартија од вредности. Домаћа тражња је мала уз недовољан број великих институционалних инвеститора, који би покренули тржиште. Сектор становништва вишкове средстава најчешће улаже у некретнине и штедњу у банкама, а мањим делом инвестира у хартије од вредности, што указује да свест о овим видовима улагања није на високом нивоу. Домаће тржиште капитала карактерише недостатак ликвидности и висока волатилност цена. Историја трговања на домаћем тржишту је кратка, те правила техничке и фундаменталне анализе није могуће применити у пракси.

Ове карактеристике су биле својствене српском тржишту капитала и у периоду пре кризе, тако да су се с утицајем кризе од 2008. године, проблеми још више продубили. У периоду након избијања кризе, под утицајем нестабилних дешавања на глобалном тржишту, регистрован је пад промета на организованом тржишту у односу на период пре кризе. Промене се огледају у слабој понуди хартија од вредности и повећаној аверзији према ризику улагања у корпорације. Смањена је имовина тржишних учесника. Сви ови фактори водили су повећању тржишног ризика, и смањили су могућност веће заинтересованости за улагања.

Београдска берза је отпочела поновно пословање 1989. године, након скоро шест деценија паузе.<sup>280</sup> Истовремено је основана Комисија за хартије од вредности и финансијска тржишта,<sup>281</sup> и Централни регистар хартија од вредности,<sup>282</sup> уз успостављање институционалног оквира и пратеће законе који уређују област пословања привредних друштава, процес приватизације и пословање хартијама од вредности. Укупан промет трансакција на Београдској берзи је изразито нестабилан у периоду од 2000. године, уз велике осцилације у дневном промету. Период прве четири године транзиције (2000–2004.) карактерише недостајућа регулатива, након чега је за

---

<sup>280</sup> Берза је основана у октобру 1894. године, а престала је са радом почетком Другог светског рата у априлу 1941. године.

<sup>281</sup> Комисија за хартије од вредности је основана 1990. године. Линк: <http://www.sec.gov.rs/>.

<sup>282</sup> Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности је основан 2002. године. Линк: <http://www.crhov.rs/>.



две године (2005–2006.) био донет велики број законских и подзаконских аката. С обзиром да је велики број трговања био повезан с процесом приватизације, пословање на Београдској берзи је у великом броју случајева било праћено корупцијом и некоректним понашањем тржишних учесника, уз најчешће мешање регулатора у пословање ради стицања контроле. Промет на берзи је забележио максималну вредност 2007. године (2,1 млрд евра), да би се 2014. године смањено на 173,5 млн евра. У периоду до почетка глобалне економске кризе кретао се силазном путањом. Укупан број трансакција је 2014. године износио 238.023 трансакције. Индекс Београдске берзе је највећу вредност имао 2007. године, 2.318,37 поена, док је 2014. године након неколико година смањења износио 667,02 поена.<sup>283</sup>

Трговање акцијама има доминантну позицију на Београдској берзи, при чему је 2014. године остварен промет у вредности 133,0 млн евра, а повећано је учешће обвезница у укупном промету (корпоративне и обвезнице РС). У наредној табели је приказана вредност трговине хартијама од вредности и учешће у БДП–у, за ЕУ28, САД као и ЦЕ5 и Србију, током првих десет година транзиције. Подаци указују да је учешће промета у БДП–у, за Србију знатно мање у односу на просек ЦЕ5. Уколико се посматра просечна годишња стопа раста промета на берзи (2003–2012.) запажа се њена динамика јер је за ЦЕ5 достигла 14,4% а у Србији 26,8%, док је у ЕУ28 била 6,2%.

**Табела 4.14 Укупна вредност трговине хартијама од вредности у Србији (у млрд текућих долара)–(1), и учешће у БДП–у (у %)–(2), у периоду 2000–2013. године**

Земље		1995.	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.
Просек ЦЕ5	(1):	4,8	6,9	8,7	10,0	12,2	11,6	10,0	12,9	16,3
	(2):	8,2%	10,9%	14,9%	14,6%	16,4%	15,7%	13,1%	15,7%	16,9%
ЕУ28	(1):	3806,3	4575,6	5422,3	7152,2	9194,7	8509,3	6869,4	5705,1	7932,7
	(2):	40,0%	47,1%	59, %2	75,4%	97,1%	96,7%	77,2%	58,7%	67,0%
САД	(1):	6857,6	8484,4	11308,8	13451,4	16635,1	15104,0	13854,6	11098,1	14266,3
	(2):	89,5%	104,7%	131,4%	148,0%	172,2%	146,9%	130,4%	101,1%	123,9%
Србија	(1):	...	...	...	...	...	...	...	0,7	1,4
	(2):	...	...	...	...	...	...	...	4,6%	6,7%
Земље		2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Просек ЦЕ5	(1):	29,0	35,4	52,1	72,9	34,9	46,5	54,9	41,3	49,4
	(2):	23,5%	23,4%	31,5%	38,0%	15,2%	21,4%	21,3%	14,8%	17,9%
ЕУ28	(1):	9462,0	10211,6	13574,4	15697,7	7609,1	9880,2	10556,1	9360,3	10399,6
	(2):	69,1%	71,3%	88,9%	88,9%	40,0%	58,1%	62,3%	51,1%	60,3%
САД	(1):	16323,7	16970,9	19425,9	19947,3	11737,6	15077,3	17139,0	15640,7	18668,3
	(2):	133,0%	129,6%	140,2%	137,8%	79,7%	104,6%	114,5%	100,8%	115,5%
Србија	(1):	3,3	5,4	11,0	23,9	12,2	11,5	9,7	8,4	7,5
	(2):	13,2%	20,6%	35,9%	59,4%	24,7%	27,0%	24,6%	18,0%	18,3%

Извор: Светска банка. Линк: <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>.

<sup>283</sup> Извор: Београдска берза. Линк: <http://www.belex.rs/trgovanje/izvestaj/godisnji>.

Осим наведених параметара, посебно је демотивишућа чињеница да се на најквалитетнијем сегменту Београдске берзе 2014. године трговало акцијама осам компанија, при чему је и број акција којима се трговало на регулисаном тржишту (енг. Open market) смањен.

Домаће тржиште капитала карактерише ниска ликвидност и висока концентрација промета на мали број хартија од вредности. Ово указује на недостатак инвестиционих алтернатива, што смањује атрактивност улагања и угрожава функционисање тржишта. Велики број акција је искључен из трговања с обзиром да нису испуњени ликвидносни услови или обавезе правовременог извештавања. Друга битна одредница је спорост трговања у веома кратком интервалу од око три сата. За трговање акцијама се плаћа порез на капиталну добит који износи 15%<sup>284</sup> што није фискално оптерећење и у другим земљама региона. Трговање је знатно скупље у односу на земље ЦЕ5 и остале државе у региону и обухвата плаћање бројних провизија и дажбина, која се креће у распону 1,25%–2,55%, што је висока вредност трошкова трансакција (Прокопијевић, 2006). У наредној табели су приказане вредности параметара берзе за Србију и некадашње чланице заједничке државе, уз учешће у БДП. Највеће просечно учешће вредности трговине хов у БДП–у (2002–2012. године) је остварено у Црној Гори (72,5%), Хрватској (36,6%), Словенији (23,7%), док је у Србији достигло 23,0% БДП–а.

**Табела 4.15 Укупна вредност трговине хартијама од вредности у Србији (у млрд текућих долара), и учешће у БДП–у (у %), у периоду 2000–2013. године**

Земље	T <sub>0</sub>	T <sub>1</sub>	T <sub>2</sub>	T <sub>3</sub>	T <sub>4</sub>	T <sub>5</sub>	T <sub>6</sub>	T <sub>7</sub>
	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
Србија	...	...	0,73 (4,6%)	1,42 (6,7%)	3,28 (13,2%)	5,41 (20,6%)	10,99 (35,9%)	23,93 (59,4%)
Црна Гора	...	...	...	...	0,36 (17,1%)	1,05 (46,5%)	1,75 (65,0%)	3,70 (100,8%)
Хрватска	2,7 (12,6%)	3,3 (14,2%)	4,0 (14,8%)	6,1 (17,7%)	11,0 (26,4%)	13,0 (28,4%)	29,0 (57,5%)	66,08 (109,8%)
БиХ	...	...	...	...	...	...	...	...
Словенија	2,6 (12,5%)	2,8 (13,6%)	4,6 (19,5%)	7,1 (24,0%)	9,7 (28,1%)	7,9 (21,7%)	15,2 (38,3%)	29,0 (60,2%)
Р. Мак.	0,01 (0,2%)	0,05 (1,2%)	0,2 (4,5%)	0,4 (7,3%)	0,4 (7,3%)	0,6 (10,3%)	1,1 (16,0%)	2,7 (32,6%)
Земље	T <sub>8</sub>	T <sub>9</sub>	T <sub>10</sub>	T <sub>11</sub>	T <sub>12</sub>	T <sub>13</sub>		
	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.		
Србија	12,2 (24,7%)	11,5 (27,0%)	9,7 (24,6%)	8,4 (18,0%)	7,4 (18,3%)	...		
Црна Гора	2,9 (63,3%)	4,3 (103,6%)	3,6 (87,7%)	3,3 (73,9%)	3,8 (94,6%)	...		
Хрватска	26,8 (38,0%)	25,6 (40,9%)	24,9 (41,8%)	21,8 (35,0%)	21,6 (38,2%)	...		
БиХ	...	...	...	...	...	...		
Словенија	11,8 (21,2%)	11,8 (23,4%)	9,4 (19,7%)	6,3 (12,3%)	6,5 (14,0%)	...		
Р. Мак.	0,8 (8,3%)	0,9 (9,8%)	0,6 (6,9%)	0,6 (5,5%)	0,6 (5,7%)	...		

Извор: Калкулације на основу доступних података националних берзи и Светске банке.

<sup>284</sup> Закон о порезу на добит правних лица. Службени гласник РС 142/14. Члан 39: „Стопа пореза на добит правних лица износи 15%.“

## 2.4 Детерминанте нивоа развијености финансијског система у Републици Србији

Кључне детерминанте нивоа развијености финансијског система у Србији су, као и за земље ЦЕ5, параметри којима се одређује дубина финансијског система, приступ и коришћење финансијских услуга, ефикасност и стабилност пословања финансијског система, као и додатни индикатори којима се одређују остале карактеристике финансијских институција и тржишта (Табела 4.16).

Параметар *финансијске дубине*, показује да је финансијски систем значајан сегмент друштвено економског система у Србији. Банкарски сектор је најзначајнији део финансијског система Србије, који је на крају 2013. године чинио 92,4% укупне aktive (билансне суме) финансијског сектора. На другом месту се налази сектор осигурања чије је учешће достигло 4,8% билансне суме. Следе сектор лизинга са 2,2% и добровољни пензијски фондови са 0,6%.<sup>285</sup> Према подацима Светске банке за Србију, индикатор дубине финансијских институција исказује раст од 2000. године.

(1) Учешће банкарских кредита одобрених приватним субјектима у односу на БДП је, у Србији 2013. године, било на нивоу од 48,2%, и учешће овог показатеља расте од 2000. године (када је износило 26,7%), што указује на позитивни утицај одобрених кредита на привредни раст.<sup>286</sup> У периоду 2000–2013. године, просечно учешће банкарских кредита у односу на БДП за Србију је износило 33,7%, док је просечно учешће (на основу расположивих података) у истом периоду за ЦЕ5 било 50,1%.<sup>287</sup> У развијеним привредама еврозоне у периоду 2000–2013. године просечно учешће је достигло 107,5% (највеће учешће је остварено 2012. године, 124,6% БДП–а), а у САД 52,2% БДП–а (највеће учешће је остварено 2008. године, 60,7% БДП–а).

(2) Подаци Светске банке о учешћу имовине небанкарских финансијских институција у односу на БДП за Србију нису расположиви. Међутим, према подацима НБС, активност небанкарских финансијских институција у Србији расте од 2000. године, иако је и даље недовољно развијен сегмент финансијског

<sup>285</sup> Под појмом укупан финансијски сектор, обухваћени су: банке, осигурање, лизинг и добровољни пензијски фондови. Број запослених у банкама је достигао 69% укупног броја запослених у финансијском сектору 2013. године, док је учешће броја запослених у сектору осигурања било 29,5%, у сектору лизинга 1,1% и у добровољним пензијским фондовима 0,3%. (НБС, 2014).

<sup>286</sup> Просек за земље ЦЕ5 је 2013. године износио 64,4%. Учешће одобрених кредита у БДП–у, у еврозони је 2013. године износило 119,8%

<sup>287</sup> У Бази података Светске банке, недостају подаци за поједине земље ЦЕ5: Чешка Република (за период 2009–2013. године), Мађарска (2009–2013. године) и Пољска (2009–2013. године).

система, у поређењу са ЕУ28 и просеком за земље ЦЕ5. У оквиру небанкарског финансијског сектора најзаступљеније је пословање сектора осигурања,<sup>288</sup> сектора финансијског лизинга<sup>289</sup> и добровољних пензијских фондова.<sup>290</sup>

Релативни значај улоге финансијског тржишта у односу на БДП у Републици Србији, указује на раст једног од два параметра, за које су расположиви подаци у периоду до 2007. године. Капитализација берзе је расла у посматраном периоду, док је укупна вредност акција на берзи којима се трговало достигла изразито ниско учешће у БДП–у, у односу на земље ЦЕ5.

(1) Капитализација берзе у односу на БДП, која исказује учешће вредности свих листираних акција на берзи у БДП, је расла у периоду до 2007. године (45,89%),<sup>291</sup> да би од 2008. године, под утицајем глобалне економске кризе, учешће почело да опада, до 17,7% у 2012. години. Просечно остварена капитализација берзе у односу на БДП је, у периоду 2003–2012. године, износила 23,0%, док је просек за ЦЕ5 у истом периоду 20,1%.<sup>292</sup> У развијеним земљама еврозоне капитализација је достигла 48,1% БДП–а, а у САД 120,6% БДП–а.

(2) Расположиви су и подаци за учешће укупне вредности свих акција на берзи којима се тргује у односу на БДП, које је у Србији ниско и постепено се смањује од 2007. године, када је износило 5,0%, на 0,7% у 2012. години. Просечно учешће је износило 1,7% БДП–а, у периоду 2000–2012. године а

---

<sup>288</sup> Сектор осигурања је недовољно развијен сегмент финансијског система у Србији. Према степену развијености налази се испод просека земаља чланица ЕУ28 (поређењем показатеља развијености тржишта осигурања: укупна премија у односу на бруто домаћи производ и укупна премија по становнику). (НБС, 2014а).

<sup>289</sup> У сектору финансијског лизинга је, на крају 2013. године, пословало 16 компанија даваоца лизинга, при чему је просечан број запослених у једној компанији даваоцу лизинга износио приближно 27 људи. Тржиште финансијског лизинга спада у категорију конкурентског тржишта. Оснивачи 14 компанија давалаца лизинга су банке или друге финансијске институције, док оснивачи преостале две компаније не припадају финансијском сектору. Билансна сума даваоца лизинга је 2013. године износила 2,37% билансне суме банкарског сектора. Највећи износ пласмана по основу финансијског лизинга финансира се путем задуживања у иностранству (79,2% укупне билансне пасиве). (НБС, 2014а).

<sup>290</sup> На тржишту добровољних пензијских фондова постоји висока концентрација, посматрано према учешћу у укупној нето имовини. На крају 2013. године, на тржишту добровољних пензијских фондова су пословала четири друштва за управљање, која су управљала имовином шест добровољних пензијских фондова, три кастоди банке и четири банке посредника. На крају последњег тромесечја 2013. године, у друштвима за управљање је било запослено 126 лица, при чему друштва за управљање ангажују агенте продаје који обављају послове информисања о пословању пензијских фондова (456 лица су имала дозволу за рад 2013. године). (НБС, 2014а).

<sup>291</sup> Подаци за Србију су доступни за период 2003–2012. године. Према расположивим подацима Светске банке, 2003. године је капитализација берзе у односу на БДП износила 5,2% БДП–а.

<sup>292</sup> Подаци за период 2003–2012. године по земљама ЦЕ5: Чешка Република (22,4%), Мађарска (22,9%), Пољска (26,5%), Словачка (5,6%) и Словенија (23,0%).

просек за земље ЦЕ5 је 9,0% БДП–а<sup>293</sup> у истом периоду. Посматрано на нивоу еврозоне износило је 23,5% БДП–а, док је, у истом периоду, просечно остварено учешће вредности листираних акција на берзи у САД достигло 239,0% БДП–а. За остале параметре дубине финансијског тржишта подаци за Србију нису расположиви.

Светска банка, у оквиру другог скупа показатеља који одређују *приступ изворима и коришћење финансијских извора*, располаже само подацима о активности финансијских институција за Србију.<sup>294</sup>

(1) Број пословница комерцијалних банака на 100.000 пунолетних грађана у Србији је био у сталном порасту у периоду 2004–2008. године, након чега износи 39 пословница.<sup>295</sup> Просек за земље у истој групи према нивоу развијености (земље у скупини земаља вишег средњег нивоа дохотка према класификацији Светске банке) је 15 пословница на 100.000 пунолетних грађана у периоду 2001–2013. године. У земљама ЦЕ5 просек је 27 пословница (2004–2013. године).<sup>296</sup>

(2) Приступ коришћењу услуга финансијских институција се посебно одређује за привредне субјекте, при чему се путем два индикатора оцењује кредитирање компанија и малих фирми које запошљавају од пет до деветнаест радника. Учешће фирми из нефинансијских делатности, које користе кредите финансијских институција, у укупном броју компанија, 2013. године у Србији је износило 46,8%. Према овом параметру, приступ изворима финансирања и коришћење финансијских средстава у Србији је смањен у односу на 2009. годину (67,7%). Просек за земље ЦЕ5 је 46,4% у 2013. години.<sup>297</sup>

(3) Учешће малих предузећа која су, користила кредите у укупном броју регистрованих малих предузећа у Србији је достигло 45,2% у 2013. години.<sup>298</sup>

Према овом параметру Србија је била високо позиционирана. Просек за земље

---

<sup>293</sup> Подаци за период 2000–2013. године по земљама ЦЕ5: Чешка Република (12,7%), Мађарска (18,2%), Пољска (10,6%), Словачка (1,0%) и Словенија (2,6%).

<sup>294</sup> Податак о броју отворених рачуна у банкама на 1.000 пунолетних грађана није расположив за Србију, али и остале земље ЦЕ5. Као извор за прорачун се користе подаци ММФ–а.

<sup>295</sup> Просек за земље еврозоне у периоду 2004–2013. године износи 38 пословница, док у САД износи 34 пословнице на 100.000 пунолетних грађана.

<sup>296</sup> Податак за земље ЦЕ5 је расположив за период 2001–2013. године. Поређења ради, у земљама еврозоне број пословница на 100.000 људи износио је 34 у 2013. години, као и у САД (34 пословница).

<sup>297</sup> Такође је смањен са 50,7% у 2009. години. У еврозони је учешће компанија које користе кредите 42,5% укупног броја компанија.

<sup>298</sup> У еврозони је 2013. године износио 41,5%, док је 2009. године био 43,7%. Подаци нису доступни за САД.

ЦЕ5 износи 42,7% у 2013. години (мање смањење у односу на 2009. годину када је износио 45,7%).

Ови подаци су значајни са аспекта реализованог раста у посматраном периоду, с обзиром да су мала и средња предузећа значајни носиоци привредних активности и запослености у свим привредама.

Табела 4.16 Детерминанте развијености финансијског система у Србији, у периоду 2000–2013. године

Индикатори	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2013.
<b>1–Финансијска дубина</b>													
<b>1.1–Финансијске институције</b>													
(1) Приватни кредити банка у односу на БДП	26,7	30,7	22,2	17,0	19,2	23,8	27,3	29,7	35,6	43,0	47,6	50,3	48,2
(2) Актива депозитних фин. институција у односу на БДП	33,5	35,1	22,8	18,4	21,4	26,3	29,5	31,4	37,0	46,9	55,3	59,9	60,7
(3) Имовина небанк. фин. институција у односу на БДП	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>1.2–Финансијска тржишта</b>													
(1) Капитализација берзе у односу на БДП	...	...	...	5,2	9,2	15,6	26,8	44,4	39,0	25,8	25,1	20,6	17,7
(2) Укупна вредност акција којима се тргује у односу на БДП	0,1	0,0	0,3	1,5	2,0	2,0	3,3	5,0	4,1	1,9	0,9	0,6	0,7
(3) Домаће приватне дужничке харт. од вредн. у односу на БДП	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
(4) Домаће дужн. харт. од вредн. јавног дуга у односу на БДП	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
(5) Међународне дужн. хартије од вредности у односу на БДП	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>2–Пристап изворима финансирања</b>													
<b>2.1–Финансијске институције</b>													
(1) Број рачуна у банкама на 1000 пунолетних грађана	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
(2) Број банкарских пословница на 100.000 пунолетних грађана	...	...	...	22,2	31,8	36,4	40,8	45,5	44,0	41,6	39,9	37,7	33,5
(3) Број фирми које имају кредитне линије у односу на укупан број фирми (у %)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	67,6	...
(4) Број малих фирми које имају кредитне линије/укупан број малих фирми (у %)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	60,4	...	...	45,2
(5) Број пунолетних који имају отворен рачун код формалних фин. инст./укупан број грађана (у %)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	62,2	...
(6) Број одраслих који имају штедни рачун/укупан број грађана (у %)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	3,2	...
(7) Број одраслих који позајмљују од формалних финансијских институција/укупан број пунолетних грађана (у %)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	12,3	...
<b>2.2–Финансијска тржишта</b>													
(1) Вредност трговине хартијама од вредности првих 10 компанија у укупној вредности промета (у %)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
(2) Тржишна капитализација листираних акција, без првих 10 компанија, према укупној тржишној капитализацији (у %)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
(3) Корпоративне обвезнице (у % БДП)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	1,5

Индикатори	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2013.
<b>3–Ефикасност финансијског система</b>													
<b>3.1–Ефикасност финансијских институција</b>													
(1) Нето каматна маргина	1,8	4,3	6,3	8,9	7,1	7,2	8,2	8,1	8,4	7,4	6,0	5,6	5,2
(2) Спред позајмица и депозита,	...	30,4	17,1	12,7	11,9	13,1	11,5	7,1	8,8	6,7	6,0	7,4	7,6
(3) Некаматни приход у односу на укупан приход,	78,8	62,5	71,8	63,7	80,7	71,9	70,4	50,6	27,7	72,6	73,9	76,3	76,1
(4) Оперативни трошкови пословања у односу на укупну активу	3,8	6,0	4,6	9,9	17,9	10,8	12,7	7,2	5,0	15,8	11,9	15,9	15,7
(5) Принос на просечну активу (у %, након опорезивања)	2,7	-0,7	-5,9	2,0	-2,7	0,7	1,7	1,7	1,5	0,6	0,7	0,8	0,5
(6) Принос на просечан акцијски капитал	20,2	-5,2	-29,7	7,4	-11,1	3,4	8,4	7,9	6,5	2,7	3,5	3,9	2,5
<b>3.2–Финансијска тржишта</b>													
Вредност трговања на берзи у односу на капитализацију (у %)	...	...	...	48,5	19,3	16,2	16,3	14,3	6,5	5,1	2,5	3,5	...
<b>4–Стабилност финансијског система</b>													
(1) Индикатор банкарске стабилности 3–скор	7,0	5,6	10,3	12,7	9,2	9,2	9,8	11,0	11,9	10,1	9,1	9,9	9,7
(2) Бруто проблематични кредити у односу на укупне бруто кредитне	...	...	21,6	24,1	22,2	...	...	8,4	11,3	15,5	16,9	18,8	21,4
(3) Капитал банака у односу на укупну активу	...	...	18,3	22,5	18,8	16,2	18,5	21,0	23,6	21,0	19,7	16,0	...
(4) Кредити банака у односу на укупне депозите	349,3	257,9	113,8	108,6	116,7	122,3	103,0	98,1	120,5	111,5	121,9	118,1	...
(5) Регулаторни капитал у односу на ризиком пондерисану активу	...	...	25,6	31,1	27,9	26	24,7	27,9	21,9	21,4	19,9	19,7	...
(6) Ликвидна актива у односу на депозите и краткорочне изворе финансирања	63,2	49,7	49,6	51,5	45,2	46,7	58,8	54,6	40,4	35,7	22,1	26,3	...
<b>5–Изведени индикатори</b>													
(1) Концентрација банака	68,7	64,8	59,5	56,5	44,4	45,8	42,7	41,2	39,1	37,7	34,3	38,0	45,5
(2) Депозити банака у односу на БДП	7,9	10,3	12,6	15,3	17,0	19,9	24,5	29,7	32,5	37,2	40,7	41,9	42,9
(3) Х–статистика	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	0,628	0,815	0,877
(4) Лернеров индекс	...	0,125	0,082	0,496	0,374	0,363	0,192	0,224	0,196	0,179	0,174	0,239	0,182
(5) Бонов индикатор	-0,003	-0,122	-0,128	-0,198	-0,283	-0,166	-0,266	-0,275	-2,000	-0,810	-0,710	-0,521	-1,017

Извор: Светска банка.

Линк: <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>



Према скупу показатеља који мере *ефикасност финансијског система*, може се закључити да је у Србији ефикасност финансијских институција на знатно вишем нивоу у односу на ефикасност финансијског тржишта. Међу параметрима који одређују ефикасност финансијских институција, уочава се благо погоршање у периоду након 2007. године, с обзиром да је смањен принос на акцијски капитал и активу, као и да су порасли укупни трошкови у односу на активу финансијских институција.

(1) Нето каматна маргина, која исказује учешће рачуноводствене вредности нето каматних прихода у укупним приходима банке, у Србији се смањује од 2006. године (8,2%) и 2013. године је износила 5,3%. У земљама ЦЕ5 је учешће нето каматних у укупним приходима банака кретало око 3,2% у периоду 2000–2013. године, а 2013. године износило 2,2%.<sup>299</sup>

(2) Однос каматних стопа на кредите и депозите, које банке одобравају у оквиру своје пословне политике, је у Србији значајно смањен од 2001. године (30,4%) на 9,2% у 2013. години.<sup>300</sup> У земљама ЦЕ5 је вредност овог индикатора у периоду 2000–2013. године бележила смањење,<sup>301</sup> док је 2013. године однос достигао 3,98%.

(3) Некаматни приход банака у односу на укупан приход се у Србији неравномерно кретао, од 2000. године (78,8%) при чему је 2008. године био најмањи (27,7%). Некаматни приход банака је 2013. године достигао 64,7% укупних прихода банака. Учешће некаматног прихода банака у укупним приходима је знатно мање у развијеним земљама.<sup>302</sup> У земљама ЦЕ5, 2013. године, некаматни приход је чинио 31,4% укупних прихода банака. У периоду 2000–2013. године просечно учешће за земље ЦЕ5 се кретало око 37,9% укупних прихода банака.<sup>303</sup>

---

<sup>299</sup> Поређења ради, просечна нето каматна маргина у еврозони износила је 2,1% а у САД 3,6% у периоду 2000–2013. године.

<sup>300</sup> У периоду 2001–2013. године просечна вредност овог индикатора је износила 11,5%.

<sup>301</sup> Просечно годишње смањење од 3,4%. У периоду 2000–2013. године је, у земљама ЦЕ5 остварена просечна вредност овог индикатора од 4,0%, док је у Србији износило 11,5%.

<sup>302</sup> Учешће некаматних прихода у еврозони је 2013. године износило 33,1%, а у САД 37,6% укупних прихода банака.

<sup>303</sup> Учешће некаматних прихода у укупним годишњим приходима, у земљама ЦЕ5, се просечно годишње смањивало за 2,4% у периоду 2000–2013. У Србији је током истог периода забележено просечно годишње смањење од 1,5%. У еврозони и САД нису забележене значајне промене овог показатеља током година, уз просечногодишње смањење од 0,9% у еврозони и 0,6% у САД.

(4) Оперативни трошкови банака у односу на укупну активу су се кретали, у Србији, око 9,7% 2013. године,<sup>304</sup> што је високо са аспекта поређења са земљама истог нивоа развијености (3,0%),<sup>305</sup> при чему су у еврозони износили 1,8%, САД 2,8%, а у земаљама ЦЕ5 2,1% укупне активе.

(5) Банкарски принос на активу, након опорезивања, је 2013. године био негативан и износио -0,7% у Србији,<sup>306</sup> док је у групи земља истог нивоа развијености 1,0%, а у евро зони 0,3%. Просек за земље ЦЕ5 је -0,5% у истој години.

(6) Банкарски принос на акцијски капитал (након опорезивања) је 2013. године у Србији био негативан и износио -0,7%, док је у земљама истог нивоа дохотка био 9,6%, у евро зони 4,6%, а просек за земље ЦЕ5 је -6,1%.

Ефикасност пословања берзи је исказана као однос укупне вредности акција којима се тргује према просечној тржишној капитализацији у посматраном периоду и познат је као рацио обрта на берзи. Овај индикатор је у Србији 2012. године био 4,0%, док је у транзиционом периоду 2000–2012. године достигао 13,6%. У поређењу са земљама ЦЕ5 и развијеним земљама ово су ниске вредности. У земљама ЦЕ5 је 2012. године достигао 27,8%, док је у периоду 2000–2012. године износио 40,6%. У еврозони је износио 50,8% у периоду 2000–2012. године, односно, 40,1% 2012. године. У САД је износио 200,8% у периоду 2000–2012. године, и 123,6% 2012. године.

Четврта група показатеља *стабилности финансијских институција и тржишта* за Србију указује да је стабилност одржана у периоду након глобалне економске кризе. Стабилност финансијских институција је исказана путем три показатеља: 3–скор, ненаплативи кредити у укупним бруто кредитима (у %) и банкарски регулаторни капитал у односу на ризиком пондерисану активу (у %).

(1) „Банкарски 3–скор“ исказује вероватноћу неизвршења новчаних обавеза у оквиру банкарског система једне земље, односно, представља меру удаљености од несолвентности банака. „3 скор“ упоређује амортизер банкарског система земље (капитализацију и приносе) са волатилношћу ових приноса (Čihák, Demirgüç–Kunt, Feijen & Levine, 2012). Просечна вредност овог индикатора у

<sup>304</sup> Оперативни трошкови банака у односу на укупну активу су у Србији, у периоду 2000–2011. године, просечно износили 10,1% (просек у истом периоду за земље ЦЕ5 је око 3,4%). У развијеним земљама су били знатно нижи од 1,4% укупне активе у еврозони до 3,1% укупне активе у САД.

<sup>305</sup> Земље вишег средњег нивоа дохотка. Engl. Upper middle income countries.

<sup>306</sup> У транзиционом периоду 2000–2013. године просечно остварен банкарски принос на активу, после опорезивања, у Србији је износио 0,2%, док је у истом периоду у земљама ЦЕ5 био 0,9%, у еврозони 0,5% и САД 1,0%.

Србији је 9,7 за период 2000–2012. године, док је просечна вредност за ЦЕ5 у истом периоду била 20,8,<sup>307</sup> као и у земљама еврозоне од 12,0, док је у САД достигла 26,5.

(2) Индикатор који исказује *учешће ненаплативих кредита у укупним бруто кредитима* у Србији је посебно погоршан у периоду након кризе, као и у земљама ЦЕ5. Према доступним подацима, просечна вредност овог индикатора у Србији, у периоду 2000–2013. године износила је 18,0% (2013. године 21,4%), док је у ЦЕ5 у истом периоду износила 7,1% (2013. године 9,1%). У еврозони је просечно учешће ненаплативих кредита у укупним кредитима банака у периоду 2000–2013. године износило 3,6% (2013. године 7,2%), а у САД 2,2% током посматраног периода (2013. године 7,2%).

(3) **Банкарски капитал у односу на укупну активу** је у Србији је 2013. године достигао 6,8%, у земљама ЦЕ5 9,5%, док је у еврозони износио 6,9%. Банке у Србији су добро позициониране према овом индикатору у односу на земље истог нивоа развијености (10,4%), као и у односу на земље ЦЕ5.

У новијим извештајима Светске банке користе се додатни индикатори као мера стабилности финансијских институција, с обзиром да се показало да додатно указују на ниво стабилности финансијских институција.

(1) Први индикатор је *банкарски кредити у односу на банкарске депозите*, који се исказује у процентима, и указује на учешће финансијских средстава одобрених приватном сектору у односу на укупно прикупљене депозите у оквиру банкарског система. Банкарски кредити одобрени приватном сектору у односу на депозите, у Србији су 2013. године достигли 107,9% (у периоду 2000–2013. године просечно учешће је износило 140,4%, при чему је у истом периоду забележено просечно међугодишње смањење за 8,6%). У земљама ЦЕ5 је учешће банкарских кредита у односу на депозите остварило просечан годишњи раст од 2,1% (2000–2013. године), уз просечну годишњу вредност од 81,6% у 2000. години и 107,4% у 2013. години.<sup>308</sup>

---

<sup>307</sup> На основу калкулација према подацима из Базе података Светске банке вредност „3–скор“ је по земљама ЦЕ5 у периоду 2000–2012. године износила: Чешка Република (49,7), Мађарска (17,7), Пољска (15,4%), Словенија (6,6%) и Словачка (14,6%). Подаци о кретању вредности показатеља „3–скор“ за све земље ЦЕ5 су расположиви од 1999. године, те није могуће извршити компарацију према периоду од почетка процеса транзиције.

<sup>308</sup> Поређења ради, у еврозони је вредност овог индикатора, током истог периода, задржана на сличном нивоу, уз просечно годишње учешће одобрених кредита од 129,6% у односу на укупне депозите. У 2013. години, одобрени кредити су достигли 126,2% укупно примљених депозита, у еврозони.

(2) *Банкарски регулаторни капитал и укупне резерве према ризиком пондерисаној активи.*<sup>309</sup> Вредност овог индикатора у Србији је 2013. године достигла 15,4%, у земљама ЦЕ5 16,0%, као и у еврозони где је достигао 15,4%. Банке у Србији су боље позициониране и према овом индикатору у односу на земље истог нивоа развијености (16,1%), као и у односу на земље ЦЕ5.

(3) Трећи показатељ је *учешће ликвидне имовине* (која се брзо може конвертовати у готовину) у *укупним депозитима и краткорочним средствима*, које је у Србији 2013. године износило 23,3%. Овај индикатор је у земљама ЦЕ5 износио 17,5%, а у еврозони 30,8%. У групи земаља према нивоу развијености као Србија, вредност овог показатеља је била 29,9% у 2013. години.

Стабилност финансијских тржишта се изражава као волатилност цена акција, која се исказује као просек волатилности националног берзанског индекса током 360 дана у години. Према овом индикатору, Србија је 2013. године остварила индекс од 12,5, док је у земљама ЦЕ5 износио 17,4, а у еврозони 18,6 и у САД 13,9.

Пета група показатеља су *остали индикатори* којим се оцењују параметри финансијских институција и тржишта. У области финансијских институција конструисано је пет показатеља којима се указује на значај финансијских институција и ниво конкурентности и способности превазилажења кризних ситуација:

(1) *Концентрација банака* се исказује у процентима и мери активу три највеће комерцијалне банке у односу на активу свих комерцијалних банака. Учесће активе три највеће банке у укупној активи у Србији је достигло 45,5% 2013. године, при чему је концентрација банака у Србији у периоду 2000–2013. године бележила просечно годишње смањење од 4,4% (у наведеном периоду износи 49,7%). Учесће три највеће банке у ЦЕ5 2013. године је износило 74,6%, при чему је ова структура одржана у периоду 2000–2013. године на нивоу 68,7% (просечно међугодишње повећање од 1,3%). Концентрација три највеће банке је највећа у еврозони, где је током периода 2000–2013. године износила око 77,0% (2013. године 70,2%) уз просечно годишње смањење од 0,4%.

---

<sup>309</sup> Регулаторни капитал и укупне резерве обухватају сва средства која су уложили власници, задржане профите, опште и посебне резерве. Концепт капитала је усаглашен са Базелским стандардима, те обухвата Ниво 1 (акционарски капитал и додатни капитал) који је заједнички у свим банкарским системима, као и укупни регулаторни капитал, који обухвата неколико подкатегија дуговних инструмената који требају бити исплаћени уколико се захтева одржавање минималних резерви капитала (Ниво 2 и Ниво 3 капитала према Базел стандардима). Укупна актива обухвата целокупну финансијску у нефинансијску активу. Услед разлика у националним рачунима, опорезивању и супервизорским режимима, ови подаци се могу разликовати између земаља.

(2) *Депозити банака у односу на БДП*, обухватају укупну вредност штедних и депозита по виђењу. У Србији је 2013. године учешће депозита достигло 42,9% БДП-а, при чему је просечно годишње повећање учешћа депозита у БДП у периоду 2000–2013. године износило 13,9%. Вредност овог показатеља на нивоу земаља ЦЕ5 је 2013. године износила 55,6%, док је у периоду 2000–2013. године остварен просечан међугодишњи раст учешћа од 1,9%. У земљама еврозоне учешће депозита је 2013. године достигло 100,6%, уз просечан међугодишњи раст од 2,4% у периоду 2000–2013. године.

(3) „*X статистика*“ је параметар који мери степен конкуренције на банкарском тржишту. Мери еластичитет банкарских прихода у односу на цене инпута. У условима перфектне конкуренције, повећање цена инпута утиче на раст маргиналних трошкова пословања и укупних прихода у истом износу и тада је индикатор „*X статистика*“ једнак 1. У условима монополског тржишта, било које повећање цене инпута резултира повећањем маргиналних трошкова, али и смањењем аутпута, и смањењем прихода, што води вредности индикатора мањој од један или једнакој нули. Када се индикатор „*X статистика*“ креће у распону између 0 и 1, систем функционише у оквиру монополске конкуренције. Међутим, могуће је да индикатор буде и већи од један, што је случај пословања на олигополским тржиштима (Bikker, Shaffer & Spierdijk, 2009). С обзиром да је индикатор конструисан недавно, вредности су доступне само за период 2010–2013. године. У Србији је вредност повећана на 0,877 у 2013. години (2010. године је износио 0,858). У земљама ЦЕ5 је 2013. године износио 0,616, и повећан је у односу на 2010. годину (0,580).<sup>310</sup>

(4) *Лернеров индекс* представља меру тржишне снаге на банкарском тржишту. Упоредљује цену аутпута и маргиналне трошкове пословања (у односу на цене) (Demirgüç-Kunt & Pería, 2010). Цене се обрачунавају као укупни приходи банке, док су маргинални трошкови функција трошкова према аутпуту. Висока вредност Лернеровог индекса указује на слабу конкуренцију на банкарском тржишту и погоршање конкурентног понашања тржишних учесника. Просечна вредност Лернеровог индекса (2000–2013. године) у Србији износи 0,206, док је у земљама ЦЕ5, у истом периоду, износио 0,192.<sup>311</sup>

<sup>310</sup> У земљама еврозоне је 2013. године достигао 0,736, и такође је повећан у односу на 2010. годину (0,699).

<sup>311</sup> У земљама еврозоне је 2013. године достигао 0,239, и повећан је у односу на 2010. годину (0,198).

(5) *Бонов индикатор* мери ниво конкурентности на основу ефикасности профита на банкарском тржишту. Израчунава се као еластичност профита у односу на маргиналне трошкове (Schaeck & Čihák, 2010). Повећање Боновог индикатора указује на погоршање конкурентног понашања тржишних учесника. Тумачење индикатора полази од становишта да ефикасније банке остварују више нивое профита. Дакле, негативнија вредност Боновог индикатора указује на виши ниво конкурентности, с обзиром да је ефекат реалокације јачи. Просечно остварена вредност Боновог индикатора (2000–2013. године) за Србију износи -0,508, док је просек за ЦЕ5 у истом периоду -0,066.<sup>312</sup> У еврозони Бонов индикатор је током истог периода је износио -0,045, док је у САД достигао -0,060. Поређења ради, за групу земаља, према нивоу развијености, у којој се налази Србија вредност индикатора је износила -0,051. Ово указује да је ниво конкурентности на банкарском тржишту Србије, већи у односу на реперне и развијене земље.

У групи осталих индикатора којима се исказује пословање финансијских тржишта користе се два нова индикатора, број листираних компанија на 1.000.000 људи и међугодишњи раст приноса на берзи.

(1) *Број листираних компанија на берзи на 1.000.000 становника* на крају године је показатељ који указује на активност берзе и њен значај. Овим индикатором нису обухваћене инвестиционе компаније, заједнички фондови и остале врсте колективних инвестиционих уговора. Број листираних компанија је у Србији 2012. године износио 151, док је овај индикатор у ЦЕ5 достигао 14, што се објашњава већом популацијом. У еврозони је број листираних компанија износио 13.

(2) *Међугодишњи раст приноса на берзи* (у %) је у Србији 2013. године износио 12,8%, након пада од -29,3% у 2012. години. Међутим, услед утицаја кризе 2008. и 2009. године је забележено међугодишње смањење приноса (-45,0% и -58,4%). На берзама ЦЕ5 је 2013. године забележено међугодишње повећање приноса на берзи од 3,9%, као и на берзама еврозоне од 15,5% и САД од 19,2%.

---

<sup>312</sup> На основу калкулација према подацима из Базе Светске банке вредност Боновог индикатора је по земљама ЦЕ5 у периоду 2000–2013. износила: Чешка Република (-0,110), Мађарска (-0,115), Пољска (-0,125), Словенија (-0,081), Словачка (-0,118). Подаци о кретању вредности Боновог индикатора за све земље ЦЕ5 су расположиви од 1999. године, те није могуће извршити компарацију према периоду од почетка транзиције.

## ПОГЛАВЉЕ V

### НИВО РАЗВИЈЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА И КВАЛИТЕТ МАКРОЕКОНОМСКИХ ПЕРФОРМАНСИ ЗЕМАЉА ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ

Након дефинисања и детаљног описа свих параметара који су предмет анализе, у овом поглављу је приказана анализа финансијског система и макроекономских перформанси у земљама ЦЕ5. Детаљна анализа је усмерена ка сагледавању улоге доминантних финансијских институција и финансијских тржишта, као и корелисаност са одабраним макроекономским показатељима (привредни раст, стопа запослености, инфлација, стране директне инвестиције и текући рачун платног биланса). Обухваћен је интервал од 1995. године до 2013. године, с обзиром да за све године нису доступни подаци у међународним базама података. Квантификација улоге нивоа развијености финансијских тржишта и одабраних показатеља квалитета макроекономских перформанси урађена је с циљем уочавања постојећих корелација. У овом делу истраживања коришћени су подаци Светске банке, ММФ-а, Евростата и ОЕЦД-а о нивоу развијености финансијског система и макроекономским индикаторима одабраних земаља. У овом поглављу су коришћена два основна индикатора активности банкарског система и тржишта капитала (берзи). Први, ниво активности банкарског сектора исказан је учешћем одобрених кредита банака домаћем нефинансијском приватном сектору у односу на БДП, у процентима.<sup>313</sup> Други, ниво развијености финансијског тржишта, односно индикатор значаја берзе, је исказан као учешће вредности тржишне капитализације националних берзи у БДП-у, у процентима учешћа.<sup>314</sup>

---

<sup>313</sup> Овај индикатор представља финансијска средства која све врсте финансијских институција (монетарне власти, депозитне банке и остале финансијске институције попут лизинг компанија, осигуравајућих друштава, пензионих фондова и других институција) одобравају приватном сектору, путем зајмова, куповине невласничких хартија од вредности, трговинских кредита и осталих облика потраживања, по основу којих се успоставља захтев за отплатом. У бази података Светске банке су, за неке земље, овим индикатором обухваћени и кредити јавним предузећима. Извори података на основу којих је одређена вредност овог индикатора за све земље су подаци ММФ-а (Међународна финансијска статистика), Светске банке и ОЕЦД-а за процењен ниво БДП-а. Према актуелним истраживањима у оквиру Светске банке, ниво активности банкарског сектора и значај за привредни раст може се мерити већим бројем показатеља, који су наведени у поглављу IV.

<sup>314</sup> Тржишна капитализација је индикатор познат и као тржишна вредност, а представља производ цене хартија од вредности и броја хартија од вредности емитованих на тржишту. У овом скупу су обухваћене домаће компаније, при чему нису обухваћени инвестициони фондови и друге институције које су активни учесници на финансијском тржишту. Под појмом домаће компаније, обухваћене су све компаније које се котирају на берзи одређене земље на крају године, на коју се податак односи. Извори података на основу којих је одређена вредност овог индикатора за све земље су подаци рејтинг агенције Standard&Poor's, Global Stock Markets Factbook и додатни подаци S&P.

Прикупљање података о наведеним макроекономским показатељима националних привреда отежано је услед чињенице да су се методологије обрачуна појединих параметара у периоду од 1990. године мењале, као и недостајућих јединствених серија података за период од 1990. године. У овом делу истраживања коришћени су подаци Светске банке, ММФ-а, Евростата, ОЕЦД-а, ЕБРД-а, националних статистика и националних централних банака. Привредни раст је приказан на нивоу сваке националне економије, као БДП у еврима и процентима међугодишњег раста. Приказан је и као вредност националног БДП-а по становнику, који се према подацима Евростата, у земљама ЦЕ5, 2013. године кретао од 10.200,0 евра у Мађарској до 17.400,00 евра у Словенији.<sup>315</sup> Запосленост, као важан индикатор економског и социјалног благостања се, 2013. године у земљама ЦЕ5, кретала од 58,7% у Мађарској до 67,7% у Чешкој Републици.<sup>316</sup> Инфлација, односно пораст општег нивоа цена, је 2013. године била најнижа у Пољској 1,0% а највиша у Словенији 1,8%.<sup>317</sup> Трговинска размена и значајни приливи инвестиција у земље ЦЕ5 из земаља западне Европе могу се сматрати најзначајнијим фактором раста ових земаља током процеса транзиције. Стране директне инвестиције, као део финансијског рачуна платног биланса, представљају улагања из иностранства којим се стиче минимум 10% власништва у компанији. СДИ у односу на БДП су се, према подацима Уједињених нација, 2013. године кретале од одлива у Словенији -0,3% БДП-а до учешћа у Мађарској од 2,3% БДП-а.<sup>318</sup> Према подацима Уједињених нација, одлив СДИ из Словеније 2013. године је износио 144,0 млн долара, док је прилив СДИ у Чешкој Републици исте године износио 3,6 млрд долара.<sup>319</sup> У бази УН, објављује се велики број изведених индикатора о СДИ, ради ефикаснијег праћења њиховог утицаја на економски развој (прилив СДИ по становнику, учешће прилива СДИ у бруто

---

<sup>315</sup> Према подацима Евростата, у 2013. години, БДП по становнику је у Пољској износио 10.300,0 евра, Словачкој 13.600,0 евра и Чешкој Републици 14.900,0 евра. БДП по становнику у еврозони био је 29.600,0 евра 2013. године.

<sup>316</sup> Према подацима Евростата, у 2013. години, стопа запослености је била у Пољској 60,0%, Словачкој 59,9% и Словенији 63,3%. Стопа запослености у еврозони била је највећа 2008. године (65,9%), док је 2013. године износила 63,5%. Један од најзначајнијих циљева Лисабонске стратегије развоја из 2000. године је постизање стопе запослености од 70,0% радно активног становништва.

<sup>317</sup> Према подацима ОЕЦД-а у 2013. години инфлација је у Чешкој Републици износила 1,4%, Словачкој 1,4% и Мађарској 1,7%. Инфлација исказана путем јединственог хармонизованог индекса цена на нивоу Европске уније (НИСР) је у еврозони износила 1,4% 2013. године.

<sup>318</sup> Према подацима Евростата доступним до августа 2015. године, у 2012. години учешће СДИ у БДП-у Словеније је било -0,2%, учешће СДИ у Пољској је износило 1,2%, у Словачкој 3,3% и у Чешкој Републици 4,1%, до 11,1% у Мађарској. СДИ су у еврозони достигле 3,6% БДП-а 2012. године.

<sup>319</sup> Прилив СДИ у Мађарској је, 2013. године, износио 3,1 млрд долара, Словачкој 591,0 млн долара, док је у Пољској (према ВРМ6) износио 120,0 млн долара. Извор: UNCTADstat. Линк: <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx>.



инвестицијама у основне фондове на нивоу националне економије, учешће прилива СДИ у укупној размени робе и услуга, учешће прилива СДИ у укупној трговини робе).<sup>320</sup> Текући рачун платног биланса, као важан макроекономски параметар којим се оцењује екстерна позиција земље, је у значајној мери одредио темпо развоја земаља ЦЕ5. Према подацима Евростата, 2013. године кретао се од -1,4% БДП-а у Чешкој Републици до 6,3% БДП-а у Словенији.<sup>321</sup>

Земље ЦЕ5 су прву фазу реформи спровеле у периоду 1989–2000. године, односно, успешно заокружиле процесе приватизације, либерализације цена и спољнотрговинске политике, као и макроекономску стабилизацију. Спроведене реформе су резултирале значајним напретком земаља ЦЕ5 на ранг листи Услови за пословање Светске банке.<sup>322</sup>

На наредном графикону су приказани основни макроекономски показатељи у земљама ЦЕ5 и Србији, према доступности у различитим изворима који су коришћени.

---

<sup>320</sup> Подаци су доступни за прилив и одлив СДИ (*енг.* FDI inward/outward flows), као и за стање укупних СДИ у одређеној години (*енг.* FDI inward/outward stock).

<sup>321</sup> Подаци за Чешку и Словенију су процене Евростата на дан 20. септембар 2015. године. Према подацима Евростата, у 2013. години, биланс текућег рачуна је износио 2,1% БДП-а у Словачкој, -1,3% БДП-а у Пољској и 3,0% БДП-а у Мађарској. Процењено учешће биланса текућег рачуна у односу на БДП за еврозону износило је 2,4% 2013. године.

<sup>322</sup> Doing Business. Информације на линку: <http://www.doingbusiness.org/data>. Према подацима за 2015. годину, земље ЦЕ5 су на следећим позицијама: Пољска 32/189, Словачка Република 37/189, Чешка Република 44/189, Словенија 51/189 и Мађарска 54/189.

Табела 5.1 Макроекономски индикатори у ЦЕ5

Индикатори и земље	1995.	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
<b>БДП, млрд евра<sup>1</sup></b>																				
Пољска	108,7	126,0	140,4	154,7	159,3	186,4	212,4	210,1	192,3	204,8	244,8	273,4	313,6	363,7	314,7	359,8	377,0	386,1	395,96	...
Чешка	45,5	52,6	54,4	59,4	60,7	66,6	75,2	86,8	88,0	95,9	109,4	123,7	138,0	161,0	148,4	156,4	163,6	160,7	156,9	154,7
Словачка	15,3	16,99	19,3	20,3	19,5	22,3	23,9	26,4	30,1	34,8	39,3	45,4	56,1	65,7	63,8	67,2	70,2	72,2	73,6	...
Мађарска	35,3	36,6	41,5	43,3	45,9	51,1	59,8	71,5	74,9	83,1	90,0	90,95	101,2	107,2	93,4	97,8	100,4	98,7	100,5	...
Словенија	16,3	16,9	18,3	19,8	21,2	21,9	23,2	25,1	29,3	27,7	29,2	31,6	35,2	37,95	36,2	36,2	36,9	36,0	36,1	...
Србија	5,1	9,6	12,2	15,6	18,3	27,4	13,8	17,1	18,7	20,0	21,1	24,4	29,5	33,7	30,7	29,8	33,4	31,7	34,3	33,3
<b>БДП, реалан раст у %<sup>2</sup></b>																				
Пољска	7,0	6,2	7,1	5,0	4,5	4,3	1,2	1,4	3,6	5,1	3,5	6,2	7,2	3,9	2,6	3,7	5,0	1,6	1,3	3,3
Чешка	6,2	4,3	-0,7	-0,3	1,4	4,3	3,1	1,6	3,6	4,9	6,4	6,9	5,5	2,7	-4,8	2,3	2,0	-0,9	-0,5	2,0
Словачка	5,8	6,8	6,1	4,0	-0,2	1,2	3,3	4,7	5,4	5,2	6,5	8,3	10,7	5,4	-5,3	4,8	2,7	1,6	1,4	2,4
Мађарска	1,5	0,0	3,4	4,2	3,2	4,2	3,7	4,5	3,8	4,8	4,3	4,0	0,5	0,9	-6,6	0,8	1,8	-1,5	1,5	3,6
Словенија	...	3,5	5,1	3,3	5,3	4,2	2,9	3,8	2,8	4,4	4,0	5,7	6,9	3,3	-7,8	1,2	0,6	-2,7	-1,1	3,0
Србија	...	2,4	7,2	2,4	-12,1	7,8	5,0	7,1	4,4	9,0	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1,0	2,6	-1,8
<b>Инфлација, крај периода<sup>3</sup></b>																				
Пољска	28,0	19,8	14,9	11,6	7,2	9,9	5,4	1,9	0,7	3,4	2,2	1,3	2,4	4,2	3,8	2,6	4,2	3,6	1,0	0,1
Чешка	9,1	8,8	8,5	10,7	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,6	3,0	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4
Словачка	9,8	5,8	6,1	6,7	10,6	12,0	7,3	3,1	8,6	7,5	2,7	4,5	2,8	4,6	1,6	1,0	3,9	3,6	1,4	-0,1
Мађарска	28,3	23,5	18,3	14,2	10,0	9,8	9,1	5,3	4,7	6,7	3,6	3,9	8,0	6,0	4,2	4,9	3,9	5,7	1,7	-0,2
Словенија	13,5	9,9	8,4	7,9	6,2	8,9	8,4	7,5	5,6	3,6	2,5	2,5	3,6	5,7	0,9	1,8	1,8	2,6	1,8	0,2
Србија			8,9	44,4	45,4	111,9	40,7	14,8	7,8	13,7	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	2,2	1,7
<b>Дефицит текућег рачуна, % БДП<sup>4</sup></b>																				
Пољска	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-5,42	-2,55	-3,93	-6,22	-6,54	-3,85	-5,50	-5,02	-3,43	-1,30	-1,27
Чешка	-2,31	-6,15	-5,84	-1,90	-2,27	-4,40	-4,88	-5,10	-5,72	-4,25	-0,96	-2,10	-4,28	-1,88	-2,27	-3,58	-2,12	-1,57	-0,55	0,61
Словачка	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-6,24	-3,47	-4,72	-4,98	0,95	1,84	0,06
Мађарска	-3,36	-3,71	-4,06	-7,10	-7,91	-8,46	-5,90	-6,26	-8,02	-8,56	-7,02	-7,06	-7,10	-7,01	-0,80	0,31	0,77	1,81	3,96	3,90

Индикатори и земље	1995.	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Словенија	-0,64	0,09	0,14	-0,86	-4,06	-3,24	0,03	0,92	-0,84	-2,72	-1,79	-1,82	-4,08	-5,32	-0,56	-0,12	0,19	2,59	5,62	6,99
Србија	...	...	-8,3	-2,8	-2,4	-0,6	2,0	-3,9	-7,2	-13,1	-8,4	-9,6	-18,6	-21,1	-6,6	-6,8	-10,9	-11,6	-6,1	-6,1
<b>Стране директне инвестиције, % БДП<sup>5</sup></b>																				
Пољска	2,63	2,87	3,13	3,68	4,34	5,51	2,99	2,08	2,12	5,10	3,39	5,74	5,55	2,80	3,00	2,95	4,00	1,24	0,2	3,2
Чешка	4,43	2,20	2,19	5,82	10,18	8,47	8,77	10,82	2,21	4,37	8,96	3,68	5,79	2,86	1,49	3,10	1,07	4,07	2,52	2,4
Словачка	1,23	1,87	1,08	3,16	2,09	9,43	7,50	16,94	6,49	7,19	5,07	8,42	4,78	4,97	..	2,03	2,24	3,10	0,62	0,1
Мађарска	11,20	7,19	8,96	6,96	6,87	5,96	7,47	4,51	2,56	4,42	6,99	6,24	4,00	4,09	1,58	1,73	4,59	11,24	-2,9	9,0
Словенија	0,82	1,16	2,17	1,29	0,59	0,80	1,99	7,42	1,07	2,45	1,65	1,65	1,65	3,20	3,56	..	0,76	1,99	0,2	2,1
Србија	...	...	5,4	0,6	0,6	0,2	1,3	2,9	6,4	3,9	5,9	13,6	2,5	2,5	2,1	1,1	3,3	0,8	1,3	1,2
<b>Стопа незапослености<sup>6</sup></b>																				
Пољска	15,21	14,29	11,49	9,98	11,99	14,01	16,23	19,71	19,92	19,55	18,19	16,20	12,77	9,93	11,00	12,10	12,39	12,82	13,53	12,34
Чешка	2,98	3,06	4,35	6,13	8,63	9,00	8,55	9,20	9,92	9,92	8,95	8,02	6,55	5,54	8,12	9,02	8,53	8,63	7,73	7,68
Словачка	13,10	11,33	12,91	13,81	17,47	18,24	18,26	17,82	15,20	14,27	11,65	10,38	8,43	7,65	12,05	14,38	13,58	13,95	14,20	13,2
Мађарска	10,18	9,88	8,73	10,04	9,71	6,44	5,72	5,78	5,90	6,02	7,13	7,49	7,37	7,78	9,83	11,14	11,07	11,03	10,31	7,70
Словенија	14,00	13,90	14,40	7,85	13,56	11,75	11,22	11,26	10,86	10,31	10,13	9,43	7,71	6,71	9,15	10,74	11,84	11,99	13,13	13,09
Србија	...	...	...	...	...	...	...	...	...	19,5	20,8	20,9	18,1	14,4	16,9	20,0	23,6	24,6	23,0	19,7

Напомене:

<sup>1</sup> Податак о вредности БДП, база података Евростата. Подаци за Србију из базе података Републичког завода за статистику (РЗС) уз прорачун за период 1995–1998 према просечном курсу у еврима за 1999. годину.

<sup>2</sup> Реални раст БДП–а, у %, у сталним ценама из претходне године, база података Евростат и Светска банка. Подаци за Србију из Базе података РЗС.

<sup>3</sup> Инфлација је исказана путем Индекса потрошачких цена (ИЦП), база података ОЕЦД–а за земље ЦЕ5. Подаци за Србију из Базе података РЗС и НБС. За период 1997–2006. године приказан је Индекс цена на мало, годишње стопе (децембар текуће године према децембру претходне године). Период од 2007. године приказује Индекс потрошачких цена.

<sup>4</sup> Дефицит текућег рачуна у односу на БДП, исказан у %, база података ОЕЦД–а. Подаци за Србију из Базе података НБС.

<sup>5</sup> Стране директне инвестиције, нето прилив у односу на БДП, у %, база података Светске банке. Подаци за Србију калкулације на основу података из Базе података НБС:

<sup>6</sup> Стопа незапослености, у % радне снаге, база података Евростат. За Србију Анкета о радној снази, РЗС.

Извор: Евростат, ОЕЦД, Светска банка, НБС, РЗС.

У периоду транзиције је значајно смањен политички ризик земаља, што је резултирало већим кредибилитетом и оценом смањеног ризика за улагања.<sup>323</sup> Изградњом подстицајног окружења за стране инвестиције и ефикасном заштитом права својине, уз стабилан правосудни систем и реформу јавног сектора, резултат је био привредни раст и повећање нето извоза. Резултат је интеграција у глобалне економске токове и унапређење животног стандарда становништва.

На наредном графикону је приказано кретање вредности БДП–а по становнику у земљама ЦЕ5, који је изнад светског просека, док је вредност за Србију, изузев 1990.

<sup>323</sup> У овој области се посебно могу нагласити оцене кредитног рејтинга земаља које додељују агенције за кредитни рејтинг, специјализоване за процену кредитног ризика. Активности ових агенција у домену анализе и оцене кредитне способности држава, исказане су оценом тзв. „sovereign rating.“ Најчешће се користе рејтинзи три агенције на финансијском тржишту: Fitch Ratings (Fitch), Standard & Poor's (S&P) и Moody's Investors Service (Moody's). Према оценама ових агенција све земље су рангиране у обе категорије нивоа финансирања (инвестициони и неинвестициони ниво). У наредној табели је представљена позиција земаља ЦЕ5 у септембру 2015. године.

Кредитне агенције	„S&P“	„Fitch“	„Moody's“
Чешка Република	Инвестициони ниво		
	Веома висока кредитна способност уз веома низак кредитни ризик.	Висока способност извршења финансијских обавеза уз низак кредитни ризик.	
	AA-stable	A+ stable	A1 stable
Мађарска	Неинвестициони (шпекулативни) ниво		
	Постоји способност извршења финансијских обавеза. Међутим, присутан је и ризик промене економских услова и пословне климе. Присутан је знатан кредитни ризик.		
	BB+ stable	BB+ positive	Ba1 stable
Пољска	Инвестициони ниво		
	Постоји висока способност извршења финансијских обавеза уз низак кредитни ризик		
	A-positive	A-positive	A2 stable
Словачка	Инвестициони ниво		
	Висока способност извршења финансијских обавеза уз низак кредитни ризик.		
	A+ stable	A+ stable	A2 stable
Словенија	Инвестициони ниво		Неинвестициони (шпекулативни) ниво
	Висока способност извршења финансијских обавеза уз низак кредитни ризик.	Постоји способност извршења финансијских обавеза. Међутим, присутан је и ризик промене економских услова и пословне климе. Присутан је знатан кредитни ризик.	
	A-positive	A-positive	Ba3 stable

Извор: Званичне веб презентације рејтинг агенција и описне категорије према НБС.

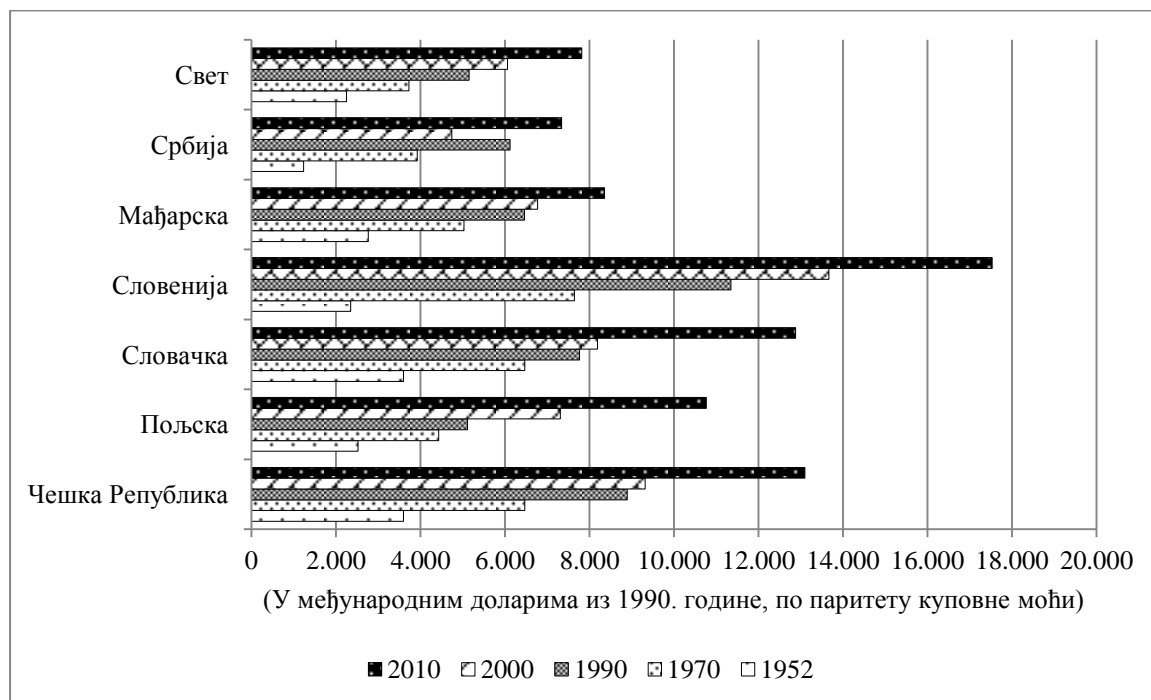
Поређења ради, позиција Србије је на нивоу Неинвестиционог (шпекулативног) нивоа ризика за улагање.

Позицију Србије рејтинг агенција „S&P“ рангиран на нивоу „BB- стабилни изгледи“ (Постоји тренутна способност извршења финансијских обавеза од јануара 2016. године. Међутим, присутан је и ризик промене економских услова и пословне климе. Присутан је знатан кредитни ризик.).

Рејтинг агенција „Fitch“ је позицију Србије унапредила 18. децембра 2015. године са описа стабилан на позитиван у оквиру оцене „B+“ што указује да поред постојања тренутне способности извршења финансијских обавеза постоји висок ризик промене економских услова пословања и пословне климе, као и да постоји висок кредитни ризик.

Према оценама агенције „Moody's“ позиција Србије је рангирана на нивоу „B1 позитивни изгледи“ од марта 2016. године (Постоји тренутна способност извршења финансијских обавеза. Међутим, присутан је и ризик промене економских услова и пословне климе. Присутан је знатан кредитни ризик.).

године, у посматрним годинама испод светског просека. Посебно је индикативан напредак остварен 2010. године, који је у свим земљама ЦЕ5 био изнад светског просека.



**Графикон 5.1**

**БДП по становнику у земљама ЦЕ5 и Србији**

Напомена: Вредности БДП по становнику су исказане преко паритета куповне моћи (PPP = purchasing power parity).

Извор: Agnus Maddison. Линк: The Maddison–Project, <http://www.ggdс.net/maddison/maddison-project/home.htm>, 2013 version.

## 1. Финансијска тржишта и привредни раст у земљама Централне Европе (ЦЕ5)

Привредни раст, односно економски раст, представља најзначајнији макроекономски параметар, којим се оцењује економски напредак земаља и исказује се преко бруто домаћег производа.<sup>324</sup> Овим агрегатом је обухваћена вредност свих произведених добара и услуга у одређеном временском периоду, на нивоу националне економије (у којој учествују резиденти једне земље). Привредни раст представља повећање БДП–а једне националне економије у односу на исти претходни временски интервал и квантитативно се може исказати путем различитих показатеља. Финална производња обухвата све финалне производе и извршене услуге, које су инкорпорисане у финалну потрошњу сектора домаћинства, државе и осталих институција, имовину и нето извоз. Најчешће коришћени параметри за исказивање привредног раста су бруто домаћи производ (БДП)<sup>325</sup> и бруто национални доходак (БНД).<sup>326</sup> Подстицај економском расту подразумева и праћење низа других индикатора релевантних за економска кретања, односно, капитала, нивоа запослености, инвестиција, штедње, нивоа приватне и државне потрошње, извоза и увоза. У овом сегменту истраживања релевантна су два параметра, кретање вредности БДП–а, односно међугодишње стопе раста, као и показатељ који се најчешће користи као мера економског нивоа развијености и напретка земаља, годишња вредност БДП–а по становнику. БДП у текућим тржишним ценама представља бруто додатну вредност финалних производа и услуга, умањену за финалну потрошњу и бруто капитална улагања уз нето извоз.<sup>327</sup> БДП по становнику представља количник вредности БДП–а и процењеног броја становника средином године. Напредовање једне националне економије прати се посматрањем ових параметара у дугом року, чиме се може

---

<sup>324</sup> Бруто домаћи производ (БДП) (*енг.* Gross Domestic Product - GDP) представља главни макроекономски параметар којим се исказује економска активност у једној националној привреди.

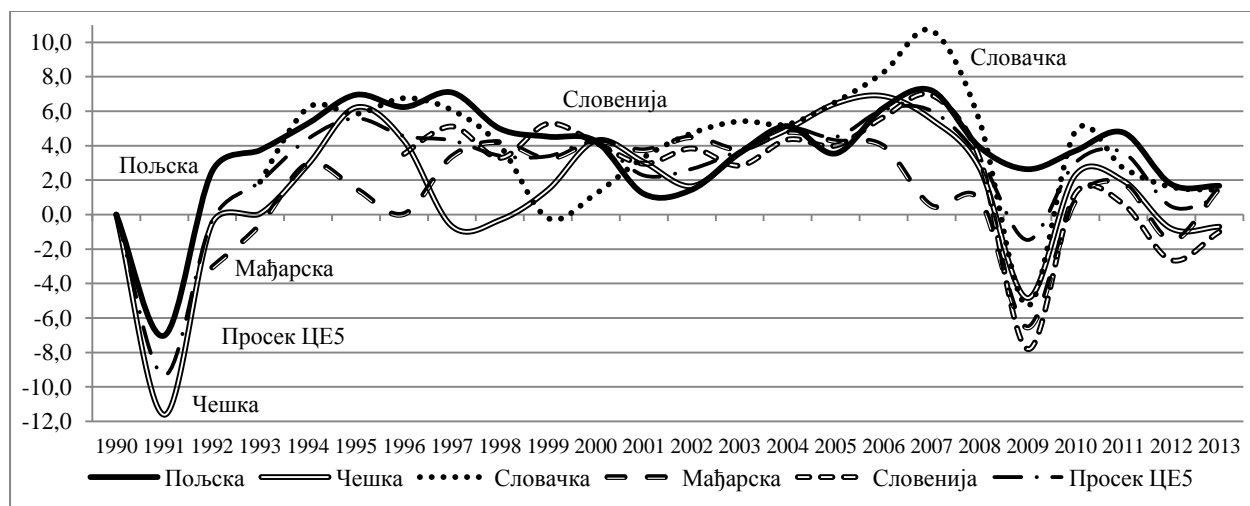
<sup>325</sup> БДП = приватна потрошња + инвестиције у основне фондове + државна потрошња + (извоз – увоз). Бруто домаћи производ представља меру производње. Квантитативно изражавање привредног раста посредством овог показатеља може се приказати преко вредности у јединици националне валуте или неке од међународних резервних валута, преко међугодишње стопе раста или стопе раста у односу на референтну годину. Такође се може пратити и преко вредности по становнику, исказане у националној или некој од међународних валута.

<sup>326</sup> БНД = БДП + салдо примарних доходака из иностранства од рада и капитала (разлика уплата по основу примарног дохотка од рада и капитала из иностранства и исте врсте исплата ка иностранству). Бруто национални доходак представља меру дохотка. Начин исказивања је исти као и при коришћењу БДП.

<sup>327</sup> Коришћени су подаци о националним рачунима Светске банке, ОЕЦД-а, ММФ-а и националних статистика земаља.

сагледати ниво ефикасности коришћења фактора производње.<sup>328</sup> Земље ЦЕ5 су, уз ефикасну реформу банкарског сектора и развој финансијских тржишта, борбу против сиве економије, регулисањем услова на тржишту радне снаге, унапређењем функционисања јавног и приватног партнерства у инфраструктурним пројектима, успеле да остваре пуноправно чланство у ЕУ, уз прихватање ЕУ стандарда. Тиме су одржани темпо индустријског развоја и економска стабилност, чак и у периоду смањеног привредног раста након избијања глобалне економске кризе 2007. године.

На наредном графикаону је приказано кретање међугодишњих стопа раста БДП-а земаља ЦЕ5 у периоду до 2013. године, уз кретање просечног раста на нивоу ЦЕ5. Заједничка карактеристика свих земаља у транзицији је нагло смањење производње током прве четири године од отпочињања транзиционог процеса (1989–1992. године), након чега су земље остваривале позитивне стопе привредног раста до 2007. године и почетка глобалне финансијске кризе.



**Графикон 5.2**

**Међугодишње стопе раста БДП-а земаља ЦЕ5 у периоду 1990–2013. године**

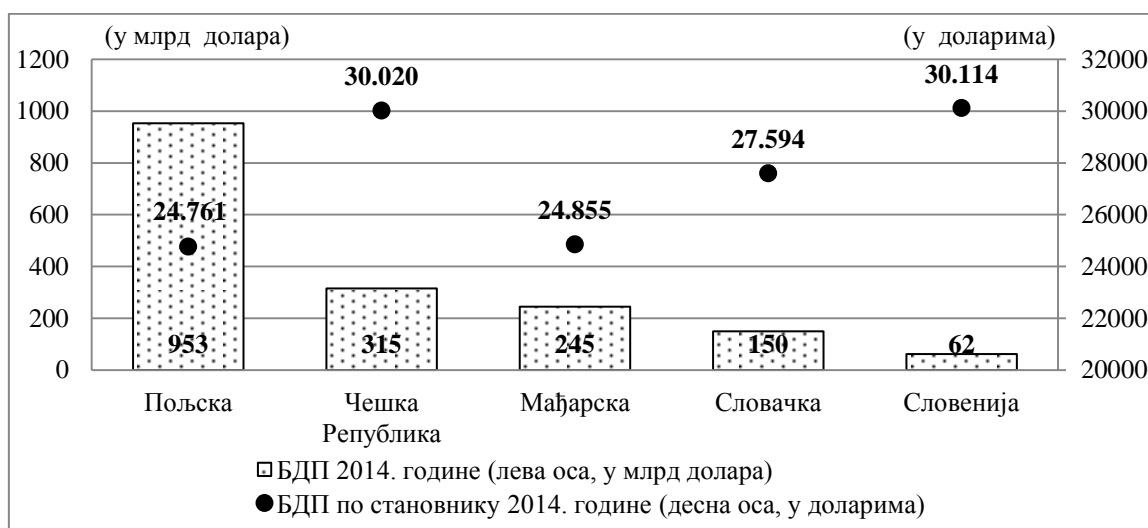
Извор: World Bank, Data Base, 2015., приступ 15. априла 2015. године.

Према подацима ММФ-а, кумулативно смањење БДП-а током прве три године транзиције износило је 13% у Пољској и 13% у Чехословачкој (Roaf и др., 2014:13), док је према калкулацијама за земље ЦЕ5, на основу доступних података ОЕЦД-а, у 1993.

<sup>328</sup> Појам привредног раста (*eng.* economic growth) је ужи у односу на појам привредни развој (*eng.* economic development) који подразумева повећање реалног БДП током дужег временског периода уз знатно комплексније развојне и структурне промене у једном систему. Стога се привредни раст анализира као компонента привредног развоја и обично подразумева повећање националног богатства у периоду од годину дана. Привредни развој објашњава функционалне промене у националној привреди уз анализу свих чинилаца развоја, који су допринели повећању производње на нивоу националне економије у дужем временском периоду.

години остварен међугодишњи раст од 1,9%. Након тога је у свим годинама реализован раст на нивоу ЦЕ5 (највиши међугодишњи раст од 6,1% 2006. године). Међутим, под утицајем глобалне економске кризе, све земље ЦЕ5 су 2009. године забележиле међугодишњи пад БДП–а, изузев Пољске. Међугодишње смањење БДП–а у 2009. години за земље ЦЕ5 износило је -1,47%. Други талас смањења, али мање амплитуде догодио се 2012. године, и обухватио мањи број земаља, односно забележен је у три од пет земаља ЦЕ5 (Пољска и Словачка су забележиле позитиван међугодишњи раст). На нивоу земаља ЦЕ5, 2012. године, је остварен међугодишњи раст од 0,47%.

Земље ЦЕ5 су, 2014. године, оствариле изразито висок ниво БДП–а, и у свим земљама је ова вредност била вишеструко већа у односу на почетне године транзиције. Све земље припадају, према класификацији ОЕЦД–а у складу са вредности оствареног дохотка, групи развијених земаља које имају висок ниво дохотка<sup>329</sup> (земље које, у фискалној 2015. години, имају ниво дохотка по становнику већи од 12.746,0 долара).<sup>330</sup> Подаци приказани у наредном графикону најбоље илуструју успешност транзиционих реформи земаља ЦЕ5, с обзиром на остварене вредности БДП–а и БДП–а по становнику у 2014. години, који се кретао од 24.761,0 долара у Пољској до 30.114,0 долара у Словенији.



**Графикон 5.3**

**БДП и БДП по становнику у земљама ЦЕ5 2014. године**

Извор: OECD (2015), Gross domestic product (GDP) (indicator). doi: 10.1787/dc2f7aec-en (Accessed on 10 April 2015).

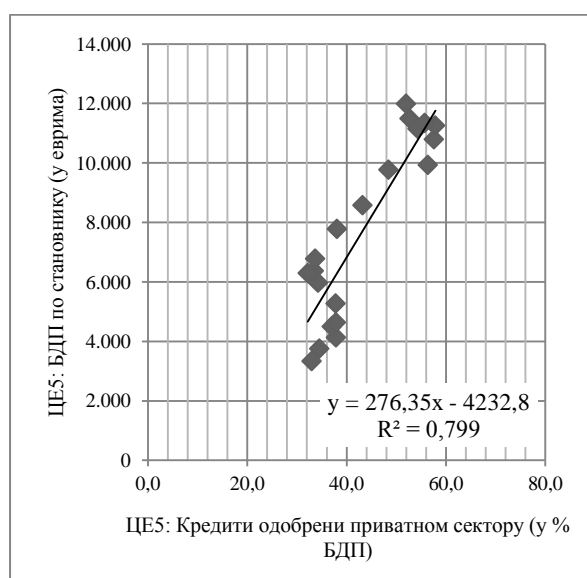
<sup>329</sup> *Енгл.* High income OECD.

<sup>330</sup> Извор: [http://data.worldbank.org/about/country-and-lending-groups#OECD\\_members](http://data.worldbank.org/about/country-and-lending-groups#OECD_members) и <https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/378834-how-does-the-world-bank-classify-countries>.

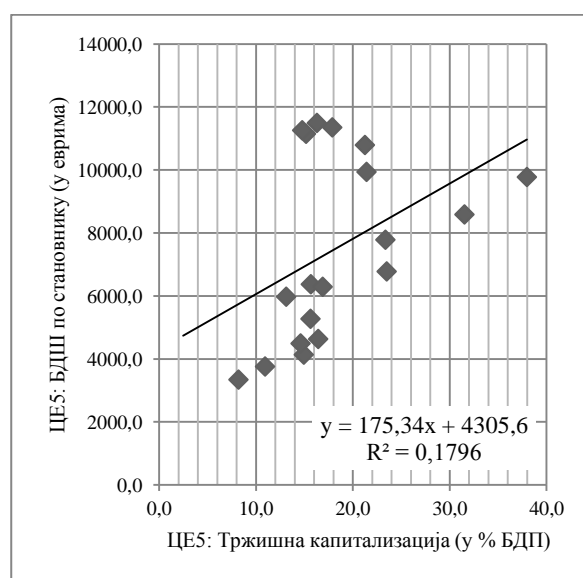


Међузависност развијености финансијских тржишта и привредног раста на нивоу националних привреда, предмет је истраживања великог броја аутора (Levine, 2005; Levine, 1997; Levine, 1993; Rousseau & Wachtel, 2000; Garcia & Liu, 1999; Claessens & Laeven, 2005). С обзиром да су у претходном делу приказани најчешће коришћени параметри нивоа развијености финансијских институција и тржишта, у овом и наредним сегментима рада ће бити приказане основне корелације одабраних макроекономских агрегата са два показатеља развијености финансијског система.

Стога је у наредна два приказа у оквиру графикана 5.4 дата, на нивоу земаља ЦЕ5, основна корелација два индикатора (кредити банака нефинансијском сектору у односу на БДП у % и тржишна капитализација берзе у односу на БДП у %) и БДП–а по становнику у еврима, у складу са расположивим подацима по годинама (од 1991. до 2013. године).



а) Учешће кредита у БДП



б) Тржишна капитализација у БДП

### Графикон 5.4

#### Финансијска тржишта и БДП по становнику у земљама ЦЕ5 (у врху тринаест година транзиције)

Напомена: Свака тачка представља једну годину, односно, просек земаља ЦЕ5 за два одабрана параметра.

Приказана је вредност БДП по становнику у еврима, као просек за земље ЦЕ5.

Учешће домаћих кредита у БДП–у, просек за земље ЦЕ5, исказано је у процентима, и обухвата кредите одобрене нефинансијском сектору привреде.

Тржишна капитализација листираних компанија на берзи исказана је у односу на БДП. Приказан је просек за земље ЦЕ5 по годинама.

Извор: Калкулације на основу података Светске банке и ОЕЦД.

Реформа финансијског сектора у земљама ЦЕ5 је започела реформом банкарског сектора и представља најважнији аспект процеса транзиције финансијског

система у овим земљама. Тржишна капитализација је, у земљама ЦЕ5, значајно порасла током процеса приватизације, међутим развој берзи је значајно успорен економском и финансијском кризом која је погодила ове земље, као и све земље у транзицији. Прикази у претходном графикону показују да између ова два индикатора и просечно остварене вредности БДП-а постановнику постоји корелација, што представља основ за разматрање њиховог утицаја у крајњој анализи методом вишефакторске регресије.

У проучавању међузависности нивоа развијености финансијског система и економског раста у земљама ЦЕ5, које су спровели аутори Брунел универзитета 2009. године (Caporale, Rault, Sova & Sova, 2009) за период 1994–2007. године, анализирана је веза између финансијског развоја (ефикасности) и економског раста. На основу прорачуна утицаја финансијских индикатора, закључак је да је развој финансијских институција имао посебно важан позитиван утицај на целокупан економски раст у ЦЕ5, од чега је посебно наглашен утицај раста кредита нефинансијском приватном сектору.

## 2. Финансијска тржишта и запосленост у земљама Централне Европе (ЦЕ5)

Процес транзиције резултирао је значајним променама у области политике тржишта рада, као и значајним турбуленцијама у кретању запослености. На почетку процеса транзиције незапосленост је била ниска, при чему је званично регистрован број запослених особа обухватао запослене у неефикасним државним предузећима и јавном сектору. Почетне реформе дерегулације и приватизација резултирале су губитком великог броја радних места у предузећима у реструктурирању. Развој приватног сектора и увођење новог менаџмента у приватизованим предузећима довео је до креирања нових радних позиција, при чему се и целокупна структура индустрије мењала, што је захтевало преквалификацију великог дела радне снаге. Економско реструктурирање подразумева отварање и затварање радних места, при чему је модернизацијом привреде број новоотворених радних места временом премашао број затворених, што је резултирало већом стопом запослености (Светска банка, 2013). Овакве промене биле су праћене успостављањем нових и ефикасних институција на тржишту рада у земљама ЦЕ5, које су спровеле реструктурирање великих привредних система.<sup>331</sup> То указује на чињеницу да је трансформација институција тржишта радне снаге, која се кретала у правцу усвајања норми и постојећих правила у земљама Европске уније, била ефикасно спроведена. Ефикасно спроведене реформе утичу на повећање конкурентности на домаћем тржишту и унапређење услова пословања чиме се обезбеђује развој приватног сектора, који је најзначајнији сектор привреде, с обзиром да постаје водећи креатор отварања нових радних места. Земље ЦЕ5, које су у извештајима Светске банке назначене као „напредни модернизатори“ имале су више успеха у отварању нових радних места, иако су задржане националне политике система колективних преговора, политика тржишта рада, система накнада за незапосленост, различите стопе опорезивања рада и система социјалне заштите. Економски раст у земљама ЦЕ5 је био израженији у односу на остале земље у групацији напредних земаља у транзицији, али су и оне биле погођене утицајем глобалне кризе. Глобална економска криза је у великој мери утицала на повећање стопе незапослености у периоду након 2008. године, у свим земљама ЦЕ5, која је одржана и након привредног раста који је остварен у периоду после 2009. године.

---

<sup>331</sup> Цео процес је резултирао губитком посла великог броја радно активног становништва, с тим да се већ крајем 1990. године број незапослених почео смањивати услед раста запослености, подстакнутог транзиционим позитивним кретањима услед отварања нових радних места у свим гранама привреде, претвасходно сектору прерађивачке индустрије.

Ниво запослености становништва је важан макроекономски параметар с аспекта социјално–економских кретања у земљи. Запосленост је структурни макроекономски показатељ који објашњава структуру тржишта рада и ефикасност институција у овој области, указује на понуду и тражњу радне снаге и квалитет запослења. Стопа незапослености, у општем смислу представља број незапослених људи, исказан у односу на укупно расположиву радну снагу у једној земљи. Незапосленим особама се сматрају људи способни за рад који активно траже посао током одређеног периода. У случајевима када је незапосленост велика, особе које престану активно да траже посао услед обесхрабрености да ће се запослити, искључени су из категорије радне снаге. Услед таквог статистичког обрачуна, стопа незапослености се може смањити, или престати да расте, иако није било побољшања на тржишту рада. Статистика запослености у земљама ЕУ прати велики број подиндикатора,<sup>332</sup> којима се оцењује ситуација на тржишту радне снаге и који се користе као полазни параметар у креирању заједничких политика. Европска стратегија запошљавања, у складу са стратегијом Европа 2020, формулише мере у правцу постизања три главна циља до 2020. године који се односе на повећање учешћа запослених у укупном броју радне снаге узраста 20–64 године на 75%, смањење броја људи изложених сиромаштву и повећано учешће особа с високим образовањем уз смањење броја оних који рано напуштају систем школовања.<sup>333</sup> Посебне политике су формиране у области запошљавања младих, која је актуелизована након глобалне економске кризе. Незапосленост у земљама ЦЕ5, почев од 1989. године није се кретала равномерно по земљама. Стопа запослености у земљама ЦЕ5, према подацима Евростата указује на опоравак у три од пет земаља у односу на 2008. годину.<sup>334</sup>

---

<sup>332</sup> Осим кретања запослености и незапослености, статистика на нивоу ЕУ прати и статистику новоторених радних места на годишњем и кварталном нивоу и по статистичким територијалним јединицама, кретање зарада, кретање трошкова и продуктивности радне снаге. Линк: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.

<sup>333</sup> European Commission „Europe 2020.“

Линк: [http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/targets/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/targets/index_en.htm).

<sup>334</sup> У земљама Европе, 2014. године је највећа запосленост остварена на Исланду (81,7%) а најмања у Грчкој (49,5%). Просек за ЕУ28 је био 64,8%, а за земље еврозоне 63,8%. Извор: Евростат.

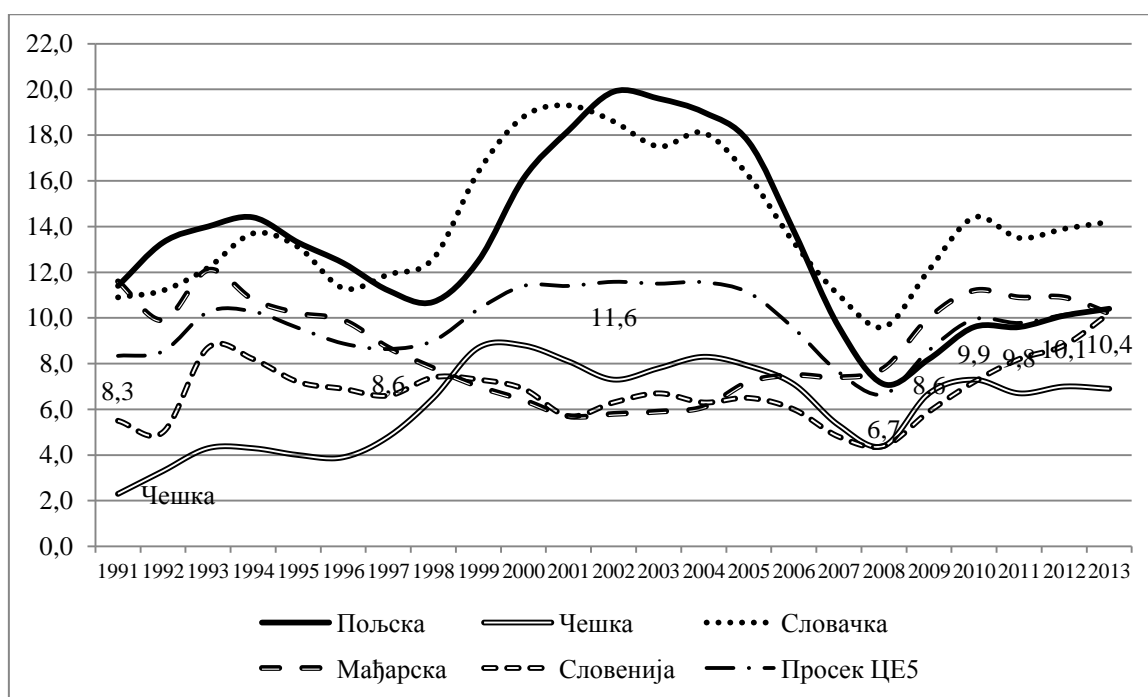
Линк: <http://appso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>.

**Табела 5.2 Стопа запослености популације узраста 15–64 године (у %)**

Земље:	2003.	2008.	2011.	2012.	2013.	2014.
Чешка	64,7	66,6	65,7	66,5	67,7	69,0
Пољска	51,2	59,2	59,3	59,7	60,0	61,7
Мађарска	57,0	56,7	55,8	57,2	58,4	61,8
Словачка	57,7	62,3	59,3	59,7	59,9	61,0
Словенија	62,6	68,6	64,4	64,1	63,3	63,9

Извор: Евростат. Линк: <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do>. (Приступ 5. новембар 2015. године).

Број незапослених и стопа незапослености су високо зависни од пословних циклуса унутар економија. Краткорочно и дугорочно кретање незапослености у великој мери је условљено демографским кретањима и актуелним политикама које се спроводе на тржишту рада. Креатори економских политика у земљама прате кретање дугорочне незапослености, која негативно утиче на друштвену укљученост појединаца и на економски раст. Транзиционе реформе на тржишту радне снаге спадају у најкомпликованије с којима су земље ЦЕ5 биле суочене. На наредном графикону је представљено кретање незапослености земаља ЦЕ5 и просек за све земље у периоду 1991–2013. године.



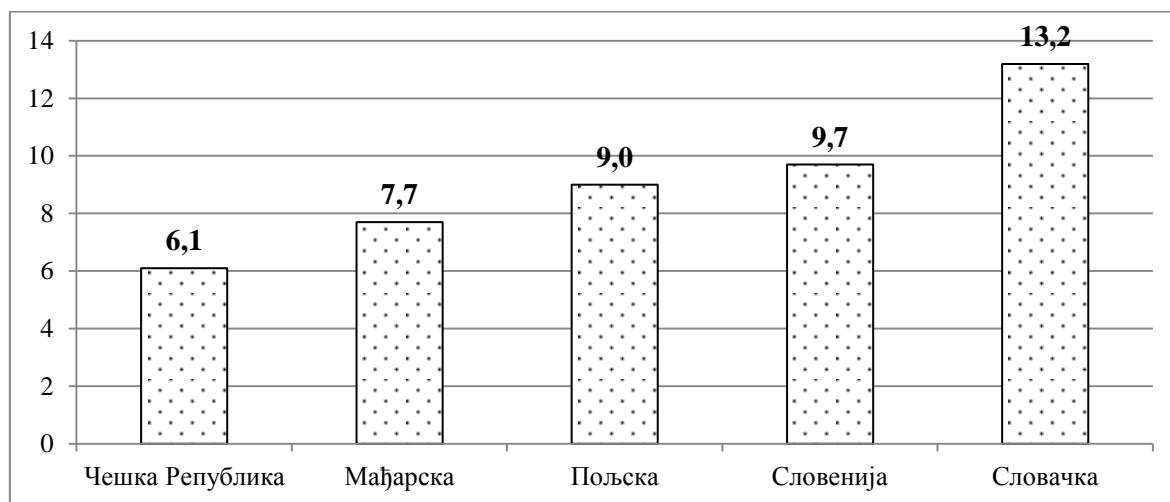
**Графикон 5.5**

**Стопа незапослености радне популације (15–64) у земљама ЦЕ5**

Извор: База података Светске банке. Приступ 30. 1. 2015.

Линк: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&country=&series=SL.UEM.TOTL.ZS&period=>

Одржавање ниске стопе незапослености захтева стално унапређење трошковне конкурентности, као и стабилно макроекономско окружење, али и финансијску и политичку стабилност земље. Стога националне статистике, осим кретања раста запослености од почетка транзиционог процеса, прате и кретање продуктивности радне снаге и трошкове по раднику, у оквиру структурних статистика, које представљају основ при креирању нових стратегија.



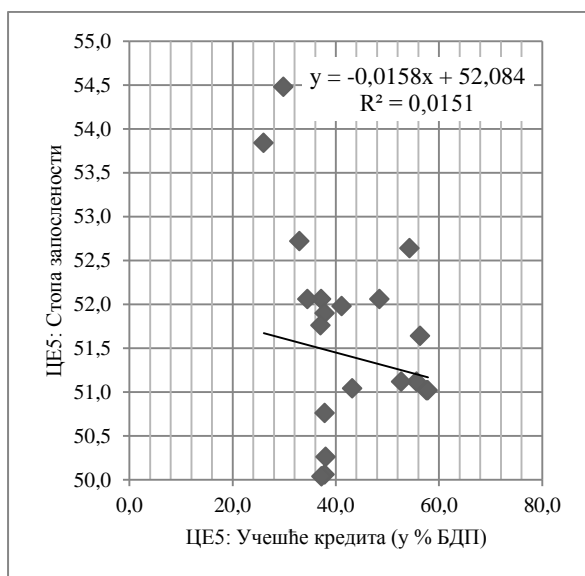
**Графикон 5.6**

**Стопа незапослености у земљама ЦЕ5, (укупно, у % радне снаге) 2014. године**

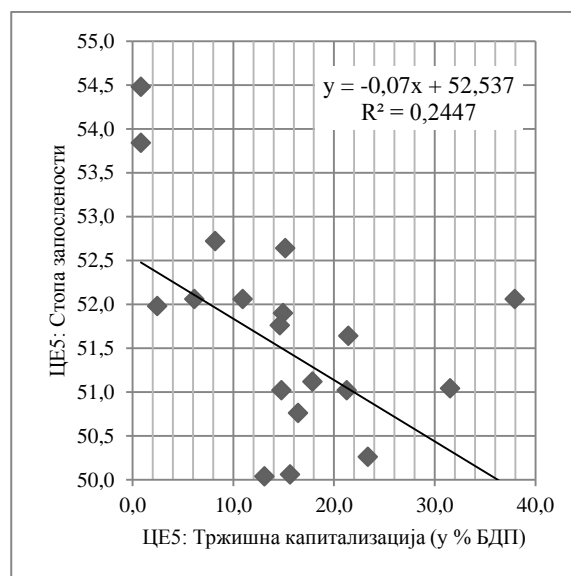
Извор: OECD (2015), Unemployment rate (indicator). doi: 10.1787/997c8750-en (Accessed on 10 April 2015).

Успостављање приоритета у овој области зависило је од великог броја фактора, при чему је од кључног значаја стабилност и доследност политика које су спроводиле све институције тржишта радне снаге. Активне политике тржишта рада усмерене су ка подстицању новог запошљавања и samozapoшљавања, бригу о категоријама становништва које се теже запошљавају и унапређење квалификација незапослених. Иако је делотворност оваквих политика тржишта рада била слаба, ефикаснији утицај на запошљавање могуће је постићи успостављањем приоритета активне политике запошљавања, унапређењем знања и образовања становништва, подстицањем предузетништва и samozapoшљавања као и активним политикама запошљавања младих. Посебне мере, на националном нивоу је неопходно било предузети у области запошљавања осетљивих група на тржишту рада и подстицања запошљавања на територијалним областима где су стопе незапослености значајно веће у односу на просек земље.

Стога је у наредним графиконима приказана, на нивоу ЦЕ5, основна корелација кредита банака и тржишне капитализације у односу на БДП (у %) са стопом запослености, у складу с расположивим подацима по годинама (период од 1991. до 2013. године). Стопа запослености предстаља број стално запослених у односу на укупно регистровану радну снагу на тржишту рада. Прикази показују да између запослености и индикатора развијености финансијског система постоји корелација, што представља основ за разматрање њиховог утицаја у крајњој анализи методом вишефакторске регресије.



а) Учешће кредита у БДП



б) Тржишна капитализација у БДП

### Графикон 5.7

#### Финансијска тржишта и стопа запослености у ЦЕ5 (у првих тринаест година транзиције)

Напомена: Свака тачка представља једну годину, односно, просек земаља ЦЕ5 за два одабрана параметра. Подаци су представљени за период од 1991. године до 2013. године.

Просечна стопа запослености по годинама за земље ЦЕ5.

Учешће домаћих кредита у БДП–у, просек за земље ЦЕ5, исказано у процентима, обухвата кредите одобрене нефинансијском сектору привреде.

Тржишна капитализација листираних компанија на берзи исказана је у односу на БДП. Приказан је просек за земље ЦЕ5 по годинама.

Извор: Калкулације на основу података Светске банке и ОЕЦД.

### 3. Финансијска тржишта и инфлација у земљама Централне Европе (ЦЕ5)

Либерализација цена, која је представљала један од најзначајних сегмената почетне фазе економске транзиције у земљама ЦЕ5 брзо је спроведена у овим државама, на самом почетку транзиционог процеса. У првим годинама транзиције све земље су се суочиле са високом инфлацијом, као последицом либерализације цена и прекида дотадашњих економских токова. На смиривање инфлације у периоду од 1990. године утицали су иницијални услови, екстерни фактори, као и темпо институционалних реформи. Земље ЦЕ5 представљају економије које су доследно и ефикасно спровеле реформе, у кратком временском периоду успеле да консолидују привреде и регулишу ниво цена. Инфлација је најбрже заустављена у Пољској, а затим у периоду до 1993. године и у Чешкој, Словачкој, Мађарској и Словенији.<sup>335</sup> У складу са глобалним трендом и процесом приближавања ЕУ, све земље ЦЕ5 су прихватиле таргетирање инфлације као основни монетарни циљ централних банака, који доследно спроводе.<sup>336</sup>

Инфлација представља меру животног стандарда у једној земљи. Стога је ценовна стабилност основни циљ монетарне политике највећег броја централних банака, која се одржава коришћењем инструмената монетарне политике (операције на отвореном тржишту, емисије новца, политика каматних стопа, девизног курса, стопа обавезних резерви и друге мере). Иако је ниска и предвидива стопа инфлације кључни циљ, није у потпуности прихваћен опсег прихватљиве стопе инфлације, која се за развијене привреде креће у распону од 1% до 4%. Оптимална стопа инфлације се, према мишљењу највећег броја економиста креће у распону 1–3% у развијеним земљама. Према мишљењу нобеловца Кургмана пожељна је виша стопа инфлације у распону 3–4%. Глобална економска криза је утицала на уједначавање става да је пожељна стопа инфлације од око 4%, с обзиром да у том случају остаје већи простор за снижење номиналне каматне стопе, што обезбеђује брже прилагођавање. У периоду након глобалне економске кризе централне банке у највећем броју прихватају концепт таргетирања инфлације, и дефинишу циљану инфлацију као једну величину, или зону у оквиру које се креће таргетирана стопа.

---

<sup>335</sup> Земље ЦЕ5 су у најкраћем периоду успеле да сниже инфлацију и остваре привредни раст, и то су најефикасније реализовале у односу на све остале привреде у транзицији.

<sup>336</sup> Примарни циљ монетарне политике ЕЦБ је одржавање стабилности цена.

Линк: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>



Инфлација<sup>337</sup> исказана као Индекс потрошачких цена (*енг.* CPI – Consumer Price Index) представља меру просечне промене цена корпе добара и услуга које домаћинства купују у циљу задовољења својих потреба. Индекс мери промене цена у времену, при чему се за два периода која се пореде увек користи структура потрошње базног периода.<sup>338</sup> Инфлација се исказује као годишња стопа раста и индекс, с базном 2010. годином, у ОЕЦД бази података која је коришћена за земље ЦЕ5.<sup>339</sup>

**Табела 5.3 Основни циљ монетарне политике централних банака земаља ЦЕ5**

Земље	Основни циљ	Додатни циљеви
Чешка Република	Одржавање стабилности цена	Подршка општој економској политици владе
Пољска	Одржавање стабилности цена (од 2003. године на нивоу 2,5%±1п.п.)	
Мађарска	Постизање и одржавање стабилности цена (од 2005. године на нивоу 3%±1п.п.)	Одржавање стабилности финансијског система, подршка економској политици владе
Словачка	Постизање и одржавање стабилности цена, од 1. јануара 2009. године део Евросистема (циљана инфлација до 2%)	
Словенија	Постизање и одржавање стабилности цена, од 1. јануара 2007. године део Евросистема (циљана инфлација нижа, али близу нивоу 2%)	

Извор: Централне банке земаља, приступ 28. августа 2015. године.

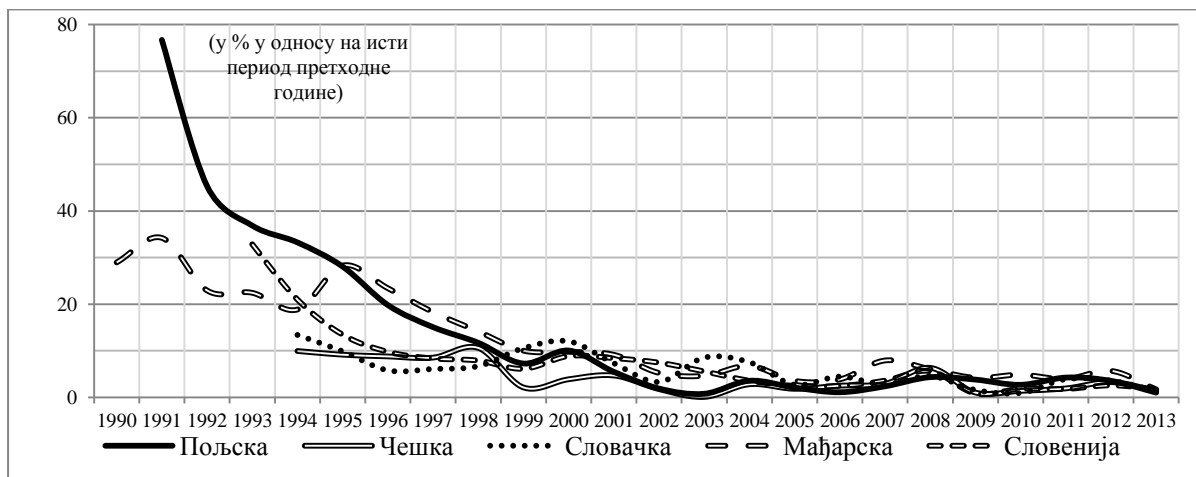
Инфлација је, у земљама ЦЕ5 током почетних година транзиције, била висока, односно, цене су током првих пет година од отпочињања транзиције, одржане на високом нивоу, док су се временом снижавале до нивоа просека за све чланице ОЕЦД. Наиме, транзиција је у овим земљама започела либерализацијом цена које су вештачки одржаване на ниском нивоу. Просечна стопа инфлације почетком транзиције у земљама централне и источне Европе износила је око 450%, при чему је годишња стопа инфлације 1998. године била смањена на једноцифрен ниво у овој групи земаља (Ковачевић, 2002:155). Према подацима ММФ–а, стопа инфлације је била највећа у Пољској 1989. године (639,6 %), Мађарској 1990. године (36,4%), а 1991. године у Чешкој (52,1%), Словачкој (58,3%) и Словенији (246,7%) (Fischer, Sahay & Vegh,

<sup>337</sup> Постоји више методологија за мерење инфлације које се разликују према саставу корпе производа чије се промене цена мере. Најважнији индекси цена су индекс потрошачких цена и дефлатор БДП-а.

<sup>338</sup> Лесперов тип индекса, чија је основна намена мера инфлације а користи се и као дефлатор финалне потрошње сектора домаћинства.

<sup>339</sup> OECD (2015), Inflation (CPI) (indicator). doi: 10.1787/eee82e6e-en (Accessed on 10 April 2015).

1996:8).<sup>340</sup> Инфлација је смањена испод 50% 1992. године у Чешкој Републици, Пољској и Словачкој, а у Словенији 1993. године. Према подацима објављеним у Глобалном економском прегледу ММФ–а (IMF, 2012:199-200), просечна годишња инфлација у периоду 1994–2003. године је била највећа у Мађарској (14,0%) и Пољској (12,8%), а нижа у Словенији (9,6%) и Словачкој (8,3%), при чему за Чешку Републику нису доступни подаци. Према истраживању ММФ–а, показало се да стабилизација води привредном расту, али и да је почетак економског раста у земљама у транзицији могућ тек кад високе стопе инфлације буду смањене испод 50% (Fischer, Sahay & Vegh, 1996:17). Земље ЦЕ5 су обезбедиле значајан степен независности својих централних банака у почетним фазама транзиције у спровођењу монетарне политике или су прихватиле дисциплину у оквиру подршке ММФ–а макроекономским програмима реформи.<sup>341</sup> На овај начин је обезбеђена контрола кретања цена и успостављена ценовна стабилност, што је водило економском расту.<sup>342</sup> На наредном графикону су приказани подаци о кретању нивоа цена у земљама ЦЕ5 од 1990. до 2013. године. Током првих десет година транзиције постојале су веће разлике у ценама између земља, док од почетка 2000. године, ниво цена конвергира ка циљаној стопи ЕЦБ.



**Графикон 5.8**  
**Цене – Инфлација (ЦПИ)**

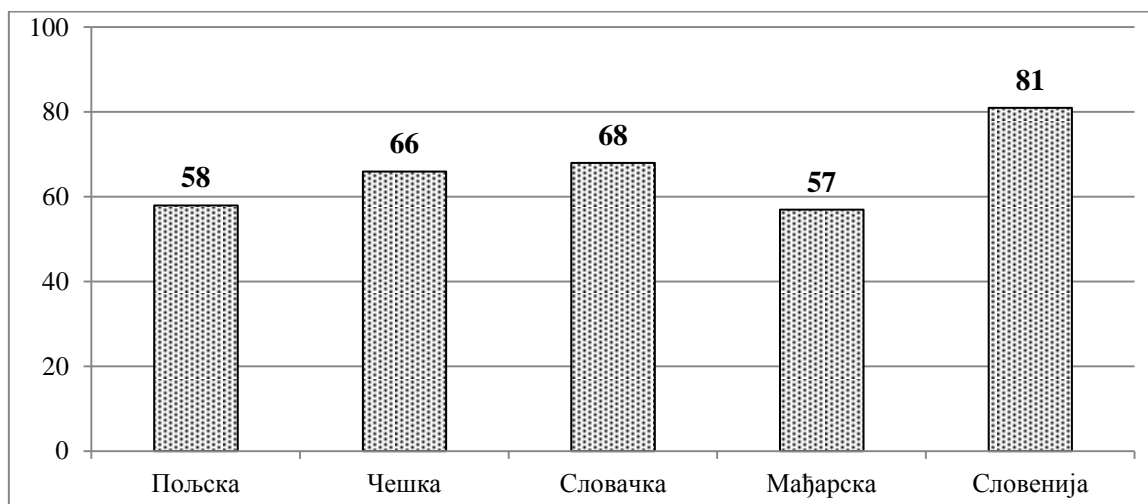
Извор: OECD (2015), Inflation (CPI) (indicator). doi: 10.1787/eee82e6e-en (Accessed on 10 April 2015).

<sup>340</sup> Индекс цена исказан као децембар текуће године/децембар претходне године.

<sup>341</sup> Стабилизациони програм у овим земљама је отпочео од 1990. године: Пољска јануар 1990. године, Мађарска март 1990. године, Чешка Република јануар 1991. године, Словачка јануар 1991. године и Словенија фебруар 1992. године (Fischer, Sahay & Vegh, 1996).

<sup>342</sup> Аутори Филер и Ханусек су (2000) указали да је веза реалног раста БДП и инфлације инверзна, односно да је смањењем стопе инфлације у земљама централне и источне Европе остварена већа стопа раста БДП. Обухваћене су земље: Чешка Република, Словенија, Мађарска, Румунија, Словачка, Пољска, Бугарска и Украјина.

На наредном графикону представљен је упоредни индекс нивоа цена који се добија као однос паритета куповне моћи према тржишном девизном курсу. Упоредни ниво цена представља меру разлике у општим нивоима цена између земаља и исказује се као индекс, у овом случају у односу на просек за све земље ОЕЦД-а (ОЕЦД = 100). Све земље ЦЕ5 су 2014. године ниво цена одржале нижим у односу на просек за чланице ОЕЦД.<sup>343</sup>



**Графикон 5.9**

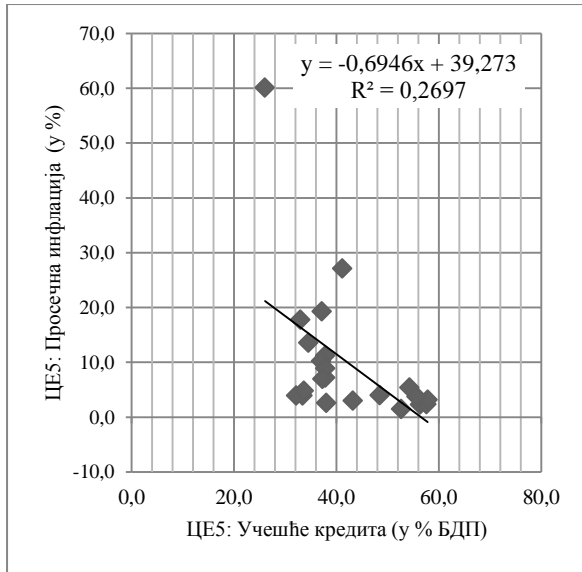
**Индекс нивоа цена, 2014. године**

Извор: OECD (2015), Price level indices (indicator). doi: 10.1787/c0266784-en (Accessed on 24 September 2015).

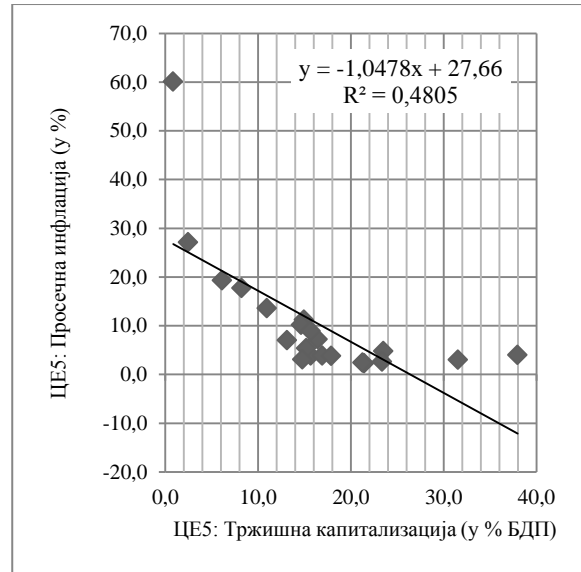
У наредном приказу је на нивоу земаља ЦЕ5, дата корелација два индикатора финансијске развијености у односу на стопу раста цена на мало, у складу са расположивим подацима по годинама (од 1992. до 2013. године).<sup>344</sup> Прикази у наредном графикону показују да и између ова два индикатора и међугодишње инфлације на нивоу земаља ЦЕ5 постоји корелација, што представља основ за разматрање њиховог утицаја у крајњој анализи методом вишефакторске регресије. Кретање нивоа цена и показатеља развијености финансијског тржишта је негативно корелирано, с тим да је уочена повезаност између две варијабле.

<sup>343</sup> Поређења ради, највећи изнадпросечан ниво цена имале су цене у Норвешкој (152) и Швајцарској (151), али и још деветнаест земаља. То су: САД, Италија, евро зона 18, Немачка, Француска, Холандија, Аустрија, Белгија, Ирска, Израел, Канада, Велика Британија, Исланд, Луксембург, Нови Зеланд, Финска, Шведска, Данска и Аустралија.

<sup>344</sup> У базама података ММФ-а и ОЕЦД-а недостају подаци, за почетне године транзиције, о нивоу цена за Чешку Републику (1988-1991) и Словачку (1998-1991). Због тога је дат проценан ниво цена за ЦЕ5 у периоду од 1992-2013. године.



а) Учесће кредита у БДП



б) Тржишна капитализација у БДП

### Графикон 5.10

#### Финансијска тржишта и инфлација у ЦЕ5 (у првих тринаест година транзиције)

Напомена: Свака тачка представља једну годину, односно, просек земаља ЦЕ5 за два одабрана параметра. Подаци су представљени за период од 1992. године до 2013. године.

Просечан индекс потрошачких цена по годинама за ЦЕ5.

Учесће домаћих кредита у БДП-у, просек за земље ЦЕ5, исказано у процентима, обухвата кредитне одобрене нефинансијском сектору привреде.

Тржишна капитализација листираних компанија на берзи исказана је у односу на БДП. Приказан је просек за земље ЦЕ5 по годинама.

Извор: Калкулације на основу података Светске банке и ОЕЦД.

#### 4. Финансијска тржишта и стране директне инвестиције у земљама Централне Европе (ЦЕ5)

Процес транзиције је водио привредном расту захваљујући моделу који се заснивао на приливу страних директних инвестиција.<sup>345</sup> Искуство ЦЕ5 је показало да су стране директне инвестиције значајно утицале на привредни развој, смањење стопе незапослености, као и примену нових технологија производње и процеса рада и увођења међународних стандарда у систему управљања и пословања. Посебно је важан утицај извозно оријентисаних страних директних инвестиција, које повећањем вредности извоза позитивно утичу на спољнотрговински биланс и биланс текућег рачуна земље у коју су усмерене. Овај утицај је посебно био изражен у малим отвореним привредама у транзицији. Додатни позитиван утицај страних директних инвестиција на привреду земље ка којој су усмерене, произлази из чињенице да домаћа предузећа, која послују по међународним стандардима, најчешће постају део међународних канала добављача великим мултинационалним компанијама, чиме додатно развијају пословање и постају извозници путем ових канала дистрибуције.

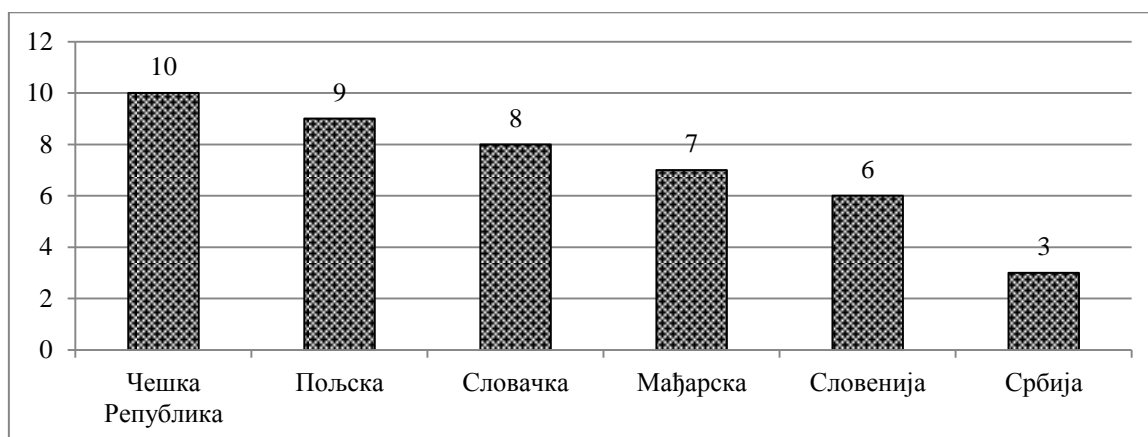
Осим што су значајан фактор економског напретка и развоја земаља, СДИ су се показале као важан извор финансирања дефицита текућег рачуна платног биланса земаља у транзицији, у периоду када су постојале велике потребе за инвестицијама. Оне такође могу позитивно утицати на фискални дефицит, уколико су усмерене у процес приватизације а уједно представљају замену за неадекватне домаће изворе финансирања током процена промене власништва и капиталних улагања у транзицији. Бројне студије су истраживале међузависност привредног раста и прилива СДИ и показале да је корелација прилива СДИ и раста БДП-а позитивна.<sup>346</sup> Земље у транзицији ЦЕ5 су економску политику од почетка деведесетих година двадесетог века базирале на привлачењу СДИ, при чему су привукле значајна средства и почетком двадесетпрвог века у многим областима привреде постали водећи произвођачи и

---

<sup>345</sup> Посебно значајан сегмент инвестирања у земљама у транзицији су инвестиције у основне фондове, које представљају основну меру инвестиционих улагања на нивоу националне привреде и агрегат су бруто домаће производње. У ЦЕ5 су ова улагања достигла 20,8% БДП-а 2013. године, и већа у односу на инвестиције у основне фондове у Србији, које су у истој години износиле 17,3% БДП-а. Стога се наглашава да је у области овог истраживања акценат на страним директним инвестицијама, категорији финансијског рачуна платног биланса.

<sup>346</sup> Истраживања утицаја СДИ на привредни раст у земљама у транзицији датирају још од 1990. године (UNCTAD, 1999; OECD, 2000).

извозници.<sup>347</sup> С обзиром да су, током периода транзиције, привучене различите годишње вредности СДИ, на наредном графикону је приказано просечно учешће СДИ у БДП–у током првих петнаест година транзиције ЦЕ5 и Србије. Учешће СДИ у БДП–у је, у периоду првих петнаест година транзиције, било највеће у Чешкој Републици, док је Србија привукла најмању релативну вредност СДИ у односу на БДП.



**Графикон 5.11**

**Стране директне инвестиције у ЦЕ5 и Србији (у % БДП–а)**

Напомена: Подаци се односе на првих петнаест година транзиције. За земље ЦЕ5 је обухваћено просечно учешће у периоду 1990–2005. године. За Србију је обухваћено просечно учешће у периоду 2000–2015. године.

Извор: Калкулације на основу података Светске банке.

Значајан напредак у погледу прилива СДИ, земље ЦЕ5 су оствариле након пријема у ЕУ, 1. маја 2004. године. Најзначајнији ефекти приступања реализовани су путем три главна канала сарадње: либерализације трговине, капитала и рада, институционалног и правног развоја и интеграције уз приступ фондовима ЕУ (Roaf и др., 2014:40). Улазак страног капитала је највећим делом реализован у форми СДИ

<sup>347</sup> Учешће улазних СДИ у укупним бруто инвестицијама у основне фондове земаља ЦЕ5 је током транзиционог процеса значајно повећано у односу на почетне године транзиције, што указује на значај СДИ као важне детерминанте раста БДП–а ових земаља. На пример, у Чешкој је 2002. године достигло 35,2% бруто инвестиција у основне фондове (1993. године 5,8%), у Мађарској 2012. године 59,3% (1993. године 30%), у Словачкој 2000. године 48,1% (1993. године 4,1%).

Према подацима Уједињених нација, табела приказује стање улазних СДИ у односу на БДП према земљама:

(Улазне СДИ/БДП)	1993.	2007.	2013.
Чешка Република	8,5%	59,5%	64,2%
Пољска	2,4%	40,1%	51,7%
Мађарска	14,0%	68,9%	81,1%
Словачка	4,7%	62,2%	59,5%
Словенија	14,6%	22,7%	25,6%

Извор: База података UNCTADstat. Линк: <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx>.

везаних за процес приватизације<sup>348</sup> као и форму гринфилд инвестиција што је доминантно обележје земаља ЦЕ5.<sup>349</sup> У наредној табели су приказане вредности СДИ, према доступним подацима ОЕЦД и Уједињених нација. Највећи прилив СДИ током периода од 1993. године реализован у Пољској (170 млрд долара) и Чешкој Републици (96 млрд долара).<sup>350</sup> Посматрано по становнику, прилив СДИ је, у периоду 1993–2013. године, био највећи у Чешкој (4.665 долара) и Мађарској (4.387 долара).<sup>351</sup> Учешће стања СДИ у БДП–у 2013. године је било највеће у Мађарској где су достигле 81% БДП–а и Чешкој Републици (64% БДП–а).

**Табела 5.4 Прилив СДИ у земље ЦЕ5 у периоду 1993–2013. године, у млрд долара и сток СДИ, учешће у БДП–у, 2013. године**

СДИ	1993–2003. (11 година)	2004–2013. (10 година)	2013. (СДИ сток/БДП), у %
<b>Чешка Република</b>	38,1	58,4	64,2%
<b>Пољска</b>	54,2	115,8	51,7%
<b>Мађарска</b>	34,6	54,1	81,1%
<b>Словачка</b>	12,3	22,7	54,5%
<b>Словенија</b>	4,1	4,7	25,6%

Извор: ОЕЦД. Линк: <https://data.oecd.org/fdi/fdi-flows.htm#indicator-chart>. и

UNCTADstat. Линк: <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx>.

Према истраживању ММФ–а, највећи прилив СДИ у ЦЕ5 резултат је рано спроведених реформи и унапређења пословног окружења, али и ефикаснијег пословања индустријског сектора, који је био важна одредница за улагање суседних западних земаља. СДИ су, највећим делом, биле усмерене у разменљиве секторе привреде,<sup>352</sup> посебно сектор прерађивачке индустрије, који подстицајно делују на раст извоза. Остатак СДИ је био усмерен у сектор услуга и остале неразменљиве секторе.

<sup>348</sup> Улагање у постојеће капацитете познато као „brownfield“ инвестиције.

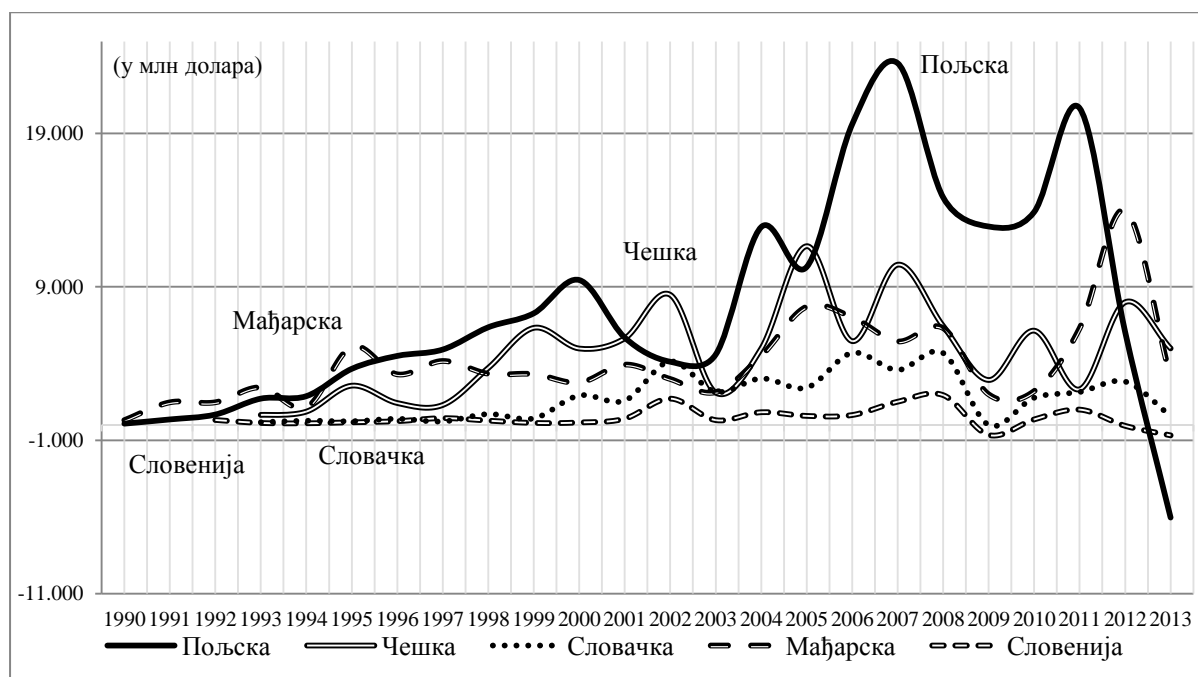
<sup>349</sup> СДИ којима се отварају нови капацитети познато је под називом „greenfield“ инвестиције. СДИ су у земљама ЦЕ5 чиниле више од половине прилива страног капитала, док су остатак чиниле портфолио инвестиције и међугранична банкарска улагања.

<sup>350</sup> Прилив СДИ у Мађарској је достигао 89 млрд долара, у Словачкој 35 млрд долара и Словенији 9 млрд долара. Извор: Калкулације на основу података Уједињених нација.

<sup>351</sup> Прилив СДИ по становнику у Словачкој је износио 3.251 долара, Пољској 2.220 долара и Словенији 2.180 долара. Извор: Калкулације на основу података Уједињених нација.

<sup>352</sup> Сегментација сектора делатности на разменљиве и неразменљиве извршена је с циљем оцене утицаја појединих грана привреде на спољнотрговинску размену робе и услуга. Разменљиви сектори су: (1) Пољопривреда, шумарство и рибарство, (2) Рударство, (3) Прерађивачка индустрија (производња прехранбених производа, пића, дуванских производа, текстила, одевних предмета, коже и предмета од коже, прерада дрвета, плуте, сламе и прућа, производња папира и производа од папира, штампање и умножавање аудио и видео записа, производња кокса и деривата нафте, производња хемикалија и хемијских производа, производња основних фармацеутских производа и препарата, производи од гуме и пластике, производи од осталих неметалних минерала, производња основних метала, производња металних производа, рачунара, електронских и оптичких производа, електричне опреме, непоменутих

На наредном графикону су приказани токови прилива СДИ по земљама ЦЕ5.



**Графикон 5.12**

**Прилив СДИ у ЦЕ5 од почетка транзиције до 2013. године**

Извор: База података ОЕЦД. Линк: <https://data.oecd.org/fdi/fdi-flows.htm#indicator-chart>.

Према истраживању које је спровела Кркоска (2001), СДИ у земљама у транзицији представљају допуну недовољним домаћим изворима финансирања за промене власништва и структуре капитала. Емпиријски резултати су показали да СДИ у финансирању капиталних инвестиција имају знатно важнију улогу, у односу на финансирање путем домаћих кредита<sup>353</sup> и домаћег тржишта капитала. Анализа је потврдила резултате претходних истраживања о значају природних ресурса и приватизационих прихода као детерминаната СДИ. Унапређење инвестиционе климе је од значаја за привлачење веће вредности СДИ прилива које ће резултирати већим капиталним улагањима, што даље води већем економском расту. Ипак, за земље у

---

машина и непоменту опрему, моторних возила, приколица и полуприколица, осталих саобраћајних средстава, намештаја, поправка и монтажа машина и опреме), (4) Снабдевање електричном енергијом, гасом, паром и климатизација, (5) Снабдевање водом, управљање отпадним водама, контролисање процеса уклањања отпада и сличне активности.

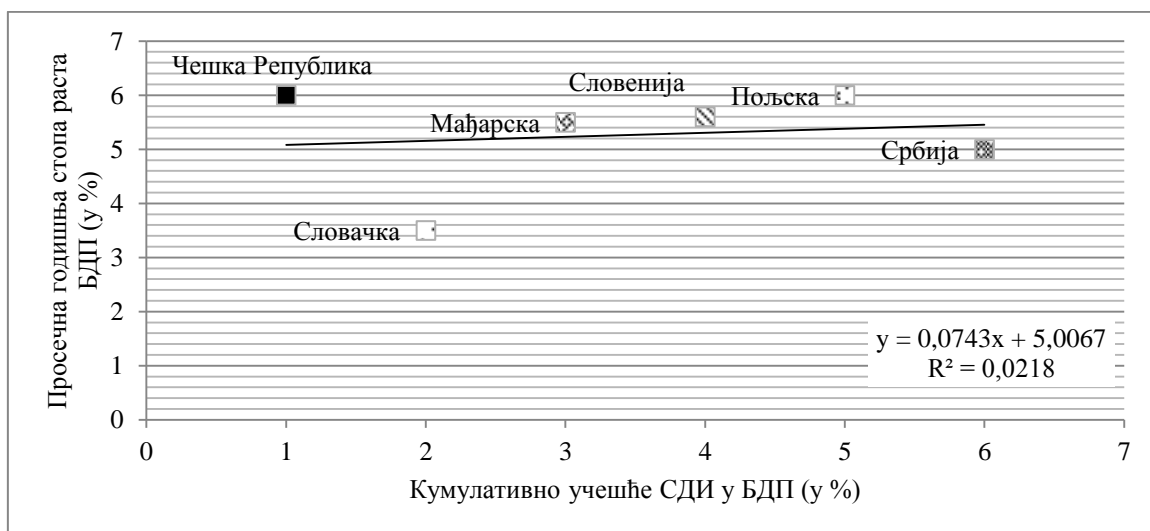
Неразменљиви сектори су: (1) Грађевинарство, (2) Трговина на велико и мало, поправка моторних возила и мотоцикала, (3) Саобраћај и складиштење, (4) Услуге смештаја и исхране, (5) Информисање и комуникације, (6) Финансијске делатности и делатност осигурања, (7) Пословање некретнинама, (8) Стручне научне, иновационе и техничке делатности, (9) Административне и помоћне услужне делатности, (10) Образовање, (11) Здравствена и социјална заштита (12) Уметност, забава и рекреација и (13) Остале услужне делатности.

<sup>353</sup> Домаћи кредити представљају укупан износ кредита које је локални банкарски сектор одобрио нефинансијском делу привреде и обухватају кредите у домаћој и иностраној валути.



транзицији, које нису богате природним ресурсима и са мањом вредности преостале имовине за приватизацију, унапређење инвестиционог амбијента је од посебне важности. Реформа банкарског сектора и унапређење регулативе тржишта капитала<sup>354</sup> позитивно утичу на нове емисије хартија од вредности и повећање домаћих кредита компанијама. Развијеност домаћег финансијског сектора позитивно утиче на домаћа предузећа, насупрот компанијама у страном власништву, с обзиром да стимулише улагања у ширење капацитета и експанзију пословања. Ово такође помаже избегавању креирања економије у којој успешно послују само страна предузећа док фирме у домаћем власништву, а посебно мала и средња предузећа, не могу финасирати свој динамичан раст (за финансирање капиталних инвестиција је посебно већи значај СДИ у односу на остале изворе инвестирања). На другој страни, државна помоћ није адекватан начин подршке домаћих инвестиција, иако истраживање није потврдило утицај државне помоћи на капитална улагања или прилив страних директних инвестиција. Ово такође подразумева да, у извесним околностима, држава може преузети друштвену одговорност за реструктурирана и приватизована предузећа, без штетног утицаја на сектор привреде.

Позитивна корелација просечне годишње стопе раста прилива СДИ и кумулативног учешћа у БДП–у за земље ЦЕ5 и Србију приказана је на наредном графикону.

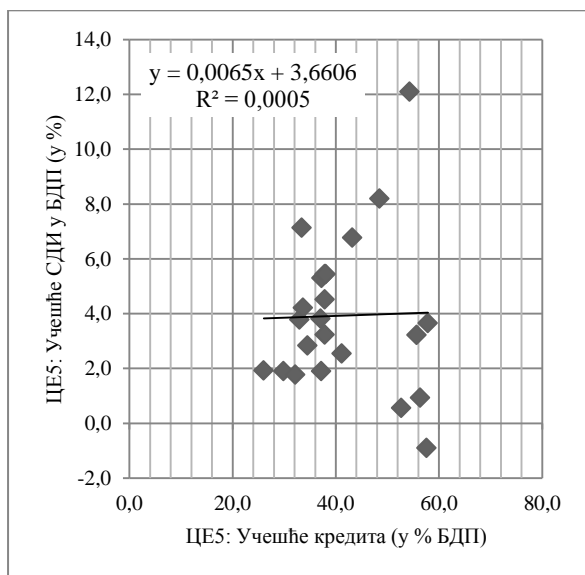


**Графикон 5.13**  
**Кумулативни прилив СДИ у БДП и просечна годишња стопа раста БДП у ЦЕ5 и Србији, у периоду 1993–2013. године**

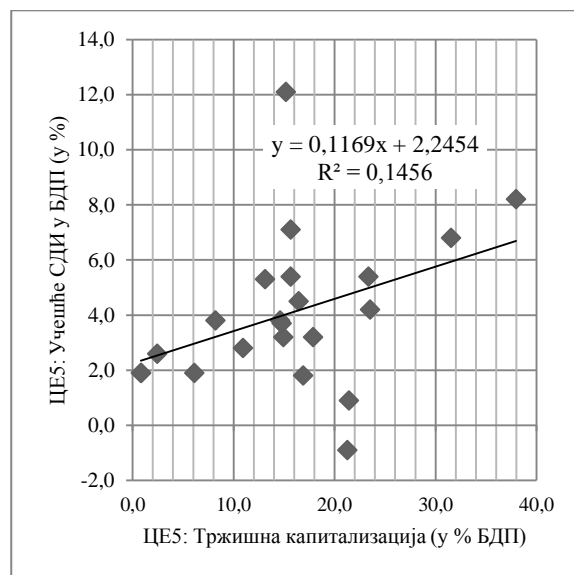
Извор: Калкулације на основу података Базе података Светске банке. Приступ 30. 1. 2015.

<sup>354</sup> Посебно јача заштита мањинских инвеститора и права кредитора.

На наредном графикону је приказана корелисаност параметара финансијске развијености и међугодишњег раста СДИ, у периоду од 1991–2013. године. Прикази у наредном графикону показују да између ова два индикатора и просечно оствареног међугодишњег раста страних директних инвестиција постоји позитивна корелација, што представља основ за разматрање њиховог утицаја у крајњој анализи методом вишефакторске регресије.



а) Учешће кредита у БДП



б) Тржишна капитализација у БДП

#### Графикон 5.14

#### Финансијска тржишта и СДИ у ЦЕ5 (у првих тринаест година транзиције)

Напомена: Свака тачка представља једну годину, односно, просек земаља ЦЕ5 за два одабрана параметра. Подаци су представљени за период од 1991. године до 2013. године.

Просечно учешће прилива СДИ у БДП–у, по годинама, за земље ЦЕ5, у %.

Учешће домаћих кредита у БДП–у, просек за земље ЦЕ5, исказано у процентима, обухвата кредите одобрене нефинансијском сектору привреде.

Тржишна капитализација листираних компанија на берзи исказана је у односу на БДП. Приказан је просек за земље ЦЕ5 по годинама.

Извор: Калкулације на основу података Светске банке и ОЕЦД.

## 5. Финансијска тржишта и текући рачун платног биланса у земљама Централне Европе (ЦЕ5)

Биланс текућег рачуна спада у важне мере макроекономских перформанси земаља у транзицији с обзиром да представља ниво развијености привреде и меру ресурса који су ушли у земљу како би финансирани инвестициону тражњу која превазилази националну штедњу. С друге стране, дефицит текућег рачуна може указивати на неодрживост неравнотеже између националне штедње и домаћих инвестиција и акумулације спољне задужености, која не може бити сервисирана. Платни биланс представља систематски преглед целокупних економских трансакција (тј. прихода и расхода) које резиденти једне земље (фирме које послују у земљи, становници са пребивалиштем у земљи и сви државни органи), у одређеном периоду (најчешће у једној години) обаве са резидентима других земаља. Дакле, обухвата све приливе и одливе који настају на основу укупних економских трансакција са иностранством у одређеном периоду. Економске трансакције обухватају: извоз и увоз робе, услуга, токове дохотка (камате, дивиденде), финансијске токове (директна улагања, инвестиције у власничке и дужничке хартије од вредности, кредити и депозити) и трансфере (контрапозиција било које једностране трансакције, као нпр. иностране донације и помоћ, дознаке и друга средства миграната трансферисана на територију једне земље). Платни биланс се може поделити на: текући биланс и капитални биланс. Текући биланс обухвата трговински биланс и биланс свих неробних трансакција. Биланс капиталних трансакција показује на који начин је покривен дефицит у текућем билансу.<sup>355</sup> Платни биланс представља и део међународне инвестиционе позиције земље, која одражава стања финансијске активе и пасиве према остатку света на одређени датум. Дефицит текућег рачуна платног биланса карактерише све земље у транзицији, с обзиром да се реализација инвестиција великим делом покривала приливом средстава из иностранства.

Проблем, на националном нивоу, настаје услед чињенице да је тешко разликовати дефицит текућег рачуна који је настао услед раста прилива капитала од

---

<sup>355</sup> Међународни монетарни фонд је израдио Приручник о платном билансу с намером да се обезбеди конзистентност података платног биланса, при чему је пето издање (BPM 5, *енг.* Balance of Payments Manual, 5<sup>th</sup> Edition) било у примени од 1993. године до 2014. године, када је почело усклађивање с међународним стандардима које утврђује ММФ према BPM6 (*енг.* Balance of Payments Manual, 6<sup>th</sup> Edition), новој методологији из 2009. године. Поред овог, ЕУ и ММФ прописују употребу стандарда (2008 SNA, *енг.* System of National Accounts 2008 и ESA210, *енг.* European System of National and Regional Accounts) за израду биланса националних рачуна и БДП, који су конзистентни са BPM6.

дефицита текућег рачуна који је резултат неодрживе акумулације дуга. У првом случају дефицит одражава успешне структурне реформе које воде приливу капитала, инвестицијама и убрзаном економском расту. У другом случају, дисбаланс текућег рачуна представља рефлексију транзиционог процеса који није добро руковођен, односно указује на неодрживост прилива и опасност настанка кризе. Дефицит текућег рачуна је једна од фокусних тачака при исказивању и мерењу макроекономских перформанси отворених привреда, с обзиром да је текући рачун повезан с компонентама националних инвестиција и штедње (фискални биланс и приватна штедња) и утиче на конкурентност и девизни курс.

Разумевање концепта и структуре текућег рачуна је неопходно ради анализе економија у транзицији. Највећи број земаља у транзицији карактерисали су високи дефицити текућег рачуна на самом почетку процеса транзиције. Ови привремени дефицити, у највећем броју случајева, били су последица смањења производње а финансирани су позајмицима из иностранства и програмима међународне помоћи. Успешност реализованих програма макроекономске стабилизације, била је главни фактор који је водио смањењу ових дефицита с почетка транзиције, па чак и преласку у суфицит текућег рачуна, у неким земљама.<sup>356</sup> Дефицит текућег рачуна земаља у транзицији (и ЦЕ5) у периоду до 1995. године, био је условљен структурним променама и, у највећем броју земаља, настали дефицит текућег рачуна је прихватаан без велике бојазни од могућих последица. Ипак, у каснијим фазама транзиције, када је оствариван вишегодишњи економски раст, велики и растући дефицити текућих рачуна постали су уобичајени, те је питање одрживости текућег рачуна постало очигледан проблем. Велики број земаља централне и источне Европе, сусрео се с кризом растућег дефицита текућег рачуна 1996. и 1997. године. Дефицит је прешао границу од 5% БДП-а и у многим земљама се приближио нивоу 10% БДП-а, што се у великој мери приписује slabим финансијским системима у овим земљама. У периоду након 2010. године, у земљама ЦЕ5 је постепено преокренут тренд ка суфициту на текућем рачуну.

---

<sup>356</sup> Пример су Словачка, Мађарска и Чешка Република.

**Табела 5.5 Текући рачун платног биланса, (у млрд долара)**

Земље:	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Чешка Република	-7,4	-5,0	-3,20	-1,1	1,3
Пољска	-10,9	-27,0	-17,6	-7,0	-7,0
Мађарска	0,3	1,1	2,3	5,3	5,4
Словачка	-3,2	-2,0	2,0	1,4	0,1
Словенија	-0,03	0,1	1,2	2,7	2,8

Напомена: Текући рачун платног биланса, према ВРМ5.

Извор: ММФ. Линк: <http://data.imf.org/> Приступ 15. септембра 2015. године и ОЕЦД.

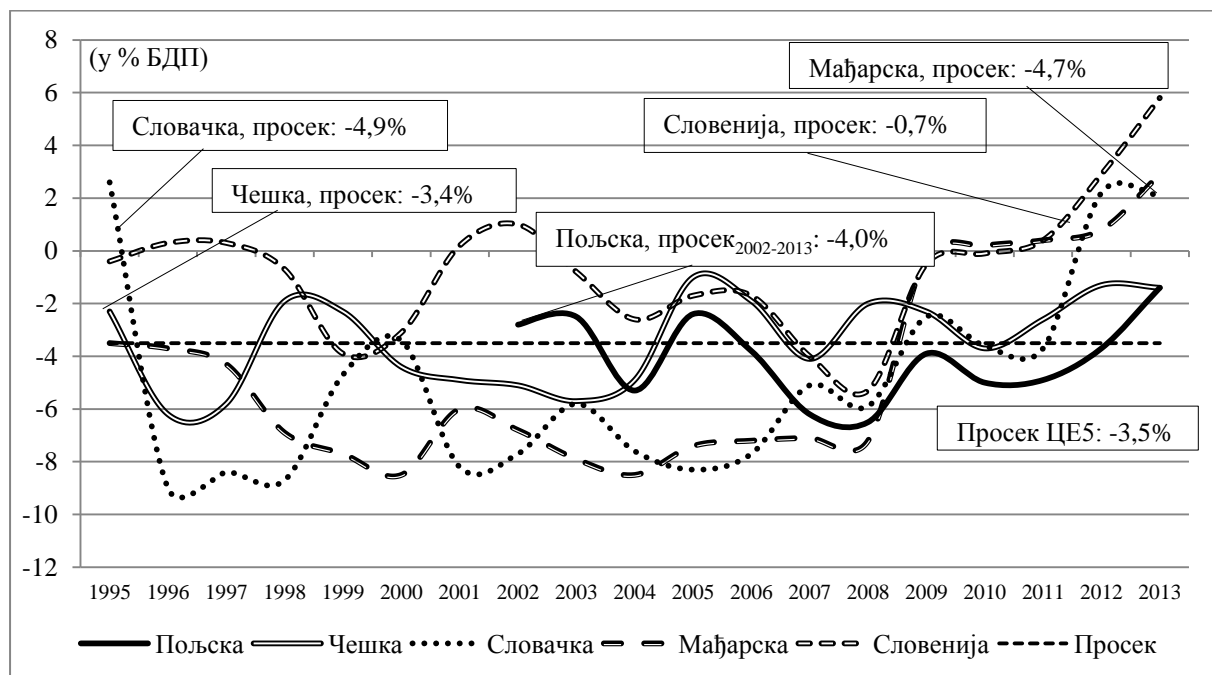
Дефицит платног биланса у транзиционим привредама настаје услед комбинације већег броја фактора карактеристичних за транзиционе реформе. Примарни разлог је евидентан недостатак капитала и велика потреба за улагањима, у периоду када не постоји довољно домаћих извора финансирања. Осим овог, други фактор је рецесија која погађа привреду, посебно у почетним годинама транзиције, али и обимна и неефикасна државна администрација. Спроведена истраживања платнобилансних позиција у досадашњем периоду нису резултирала јединственим ставом о пожељној позицији текућег рачуна, у односу на остале макроекономске варијабле, али су указала на одређене специфичности и тенденције у односима варијабли. Дефицит текућег рачуна не мора бити проблем за једну економију у кратком року, али се, средњорочно посматрано, мора кретати у правцу постизања равнотеже платнобилансних позиција. Дугорочном смањењу дефицита текућег рачуна доприносе стабилизација економских и политичких прилика у једној земљи, при чему се у случајевима транзиционих привреда посебно наглашава потреба финализације приватизационог процеса, унапређење ефикасности државне администрације и привлачење страних директних инвестиција.<sup>357</sup>

Истраживања теоријске и емпиријске литературе која се бави анализом динамике текућег рачуна платног биланса, посебно су интензивирани од осамдесетих година прошлог века (Roubini & Wachel, 1997). Концепт одрживог дефицита текућег рачуна има, осим економског, и значајно теоријско и политичко упориште, посебно за потенцијалне и нове чланице ЕУ. Према оцени Светске банке, критична тачка учешћа дефицита текућег рачуна у БДП је 5%, те је ризично када је учешће изнад 5% БДП-а, посебно у ситуацији када је дефицит финансиран краткорочним задужењем (Roubini &

<sup>357</sup> Савремене глобалне околности, рецесија и проблеми током процеса транзиције, мале и отворене привреде излажу вишеструким неповољним утицајима. Наиме, глобална економска криза је у дужем периоду, него што се првобитно очекивало, узроковала велике неприлике и озбиљну депресију транзиционих привреда, ниске стопе економског раста, проблем инфлације, али и проблеме одржавања фискалне и спољне равнотеже.

Wachel, 1997:2). Процењује се и да, у стабилним економским приликама на светском тржишту капитала, одржив ниво дефицита у текућем платном билансу износи око 6% БДП–а. Осим тога, дефицит текућег рачуна се везује за периоде економске кризе и процес транзиције, а у условима овакве комбинације интерних и екстерних фактора, као један од кључних приоритета економске политике се намеће смањење дефицита текућег биланса на одржив ниво од око 3% до 5% БДП–а.

На наредном графикону је приказано кретање дефицита текућег рачуна платног биланса, исказаног као учешће у БДП за земље ЦЕ5, као и просечно остварено учешће у периоду 1995–2013. године. Највеће учешће дефицита текућег рачуна у БДП–у је имала Словачка (4,9%) а најмање Словенија (0,7%). Просечно остварен дефицит текућег рачуна за земље ЦЕ5 у посматраном периоду износио је 3,5% БДП–а.



**Графикон 5.15**

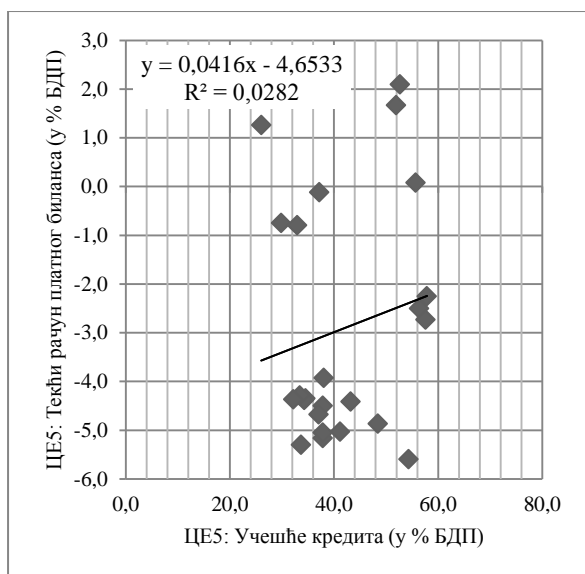
**Дефицит текућег рачуна платног биланса ЦЕ5 (у % БДП), 1995–2013. године**

Извор: OECD (2015), Current account balance (indicator). doi: 10.1787/b2f74f3a-en (Приступ 21. јануара 2015).

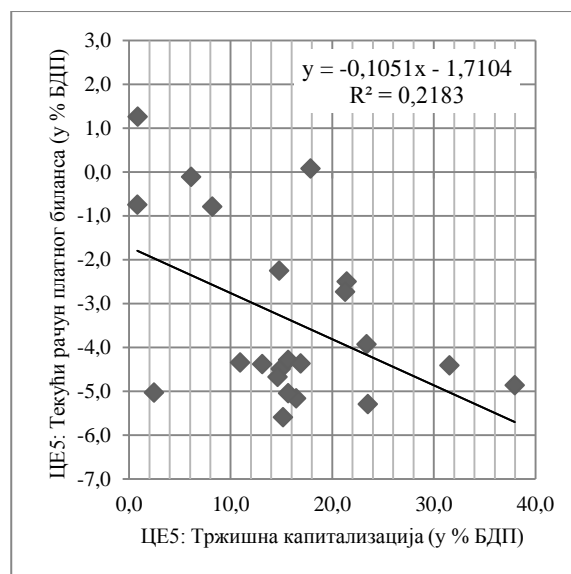
У данашње време је приступ свих земаља међународном тржишту капитала побољшан, те је умерене дефиците текућег рачуна платног биланса могуће знатно лакше финансирати. Ипак, неопходно је разграничити услове одржавања дефицита текућег рачуна у развијеним и земљама у транзицији, јер развијене привреде знатно лакше одржавају дефицит текућег рачуна. То је и разумљиво, јер у развијеним земљама

институције функционишу на знатно вишем нивоу него у транзиционим условима, финансијско тржиште је ликвидно, производња је знатно развијенија и диверсификованија и успешније су емисије обвезница емитованих у националној валути. Привреде у транзицији се сусрећу са много више неизвесности и нејасноћа, како у погледу неопходних корака ка смањењу дефицита текућег биланса, али и неодређености у погледу правца монетарне политике, проблема девизног курса, честе фискалне недисциплине и нејасне фискалне политике државе, велике домаће тражње и других фактора. Додатни проблем представљала је и чињеница да је растућа домаћа тражња најчешће праћена растом кредита и повећањем инфлације, те нису били ретки сценарији успоравања раста БДП-а и вођења рестриктивне монетарне политике који резултирају депресијацијом националне валуте и чине економију мање привлачном страним инвеститорима. Додатни проблем у земљама у транзицији је и недовољна домаћа штедња, односно недостатак средстава за финансирање инвестиционих пројеката. У анализи неравнотеже платног биланса, одвојено се посматрају биланс текућих трансакција у односу на капиталне и финансијске трансакције. Дефицит текућег рачуна указује на структурне промене у једној привреди и прилив капитала и директних инвестиција, који представљају потпору економском расту и технолошком напретку у условима транзиције, када недостају домаћи извори финансирања. Стога, неки економисти наглашавају да растући дефицит може бити знак економског напретка и не тумаче га лоше за сваку привреду у транзицији. Ипак, дефицит текућег рачуна, може указивати и на лоше управљање транзиционим процесом, уз неравнотеже које могу негативно утицати на стабилизацију монетарних прилика и водити валутној кризи.

У наредним графиконима је приказана корелација два одабрана параметра развијености финансијских институција и финансијског тржишта, у односу на учешће дефицита текућег рачуна у БДП. Основна регресија показује да постоји међузависност варијабли, што представља основ за разматрање њиховог утицаја у крајњој анализи методом вишефакторске регресије.



а) Учешће кредита у БДП



б) Тржишна капитализација у БДП

### Графикон 5.16

#### Финансијска тржишта и текући рачун платног биланса у ЦЕ5 (у првих тринаест година транзиције)

Напомена: Свака тачка представља једну годину, односно, просек земаља ЦЕ5 за два одабрана параметра. Подаци су представљени за период од 1991. године до 2013. године.

Текући рачун платног биланса исказан као учешће у БДП, у %, по годинама.

Учешће домаћих кредита у БДП–у, просек за земље ЦЕ5, исказано у процентима, обухвата кредите одобрене нефинансијском сектору привреде.

Тржишна капитализација листираних компанија на берзи исказана је у односу на БДП. Приказан је просек за земље ЦЕ5 по годинама.

Извор: Калкулације на основу података Светске банке и ОЕЦД.

У истраживању одрживости текућег рачуна, формулисане су четири значајне области за даље анализе: дефицит у односу на БДП и чињеница да учешће дефицита расте; подаци о инвестицијама и штедњи указују да су дефицити последица раста потрошње и ниске националне штедње; реална апresiasiја националне валуте водила је губитку конкурентности; слаби банкарски и финансијски системи најчешће нису били у могућности да адекватно распореде велики прилив капитала (Roubini & Wachel, 1997).



## ПОГЛАВЉЕ VI

### НИВО РАЗВИЈЕНОСТИ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА И КВАЛИТЕТ МАКРОЕКОНОМСКИХ ПЕРФОРМАНСИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ

Последице глобалне финансијске кризе, које су видљиве у ЦЕ5, одразиле су се и на стабилност финансијског система Србије, у ком доминира банкарски сектор. Процес транзиције који се у Србији спроводи од 1989. године, дели се на два периода, односно период до 2000. године у току ког није било значајнијег транзиционог помака и стога није обухваћен у овом истраживању. Период након 2000. године може дефинисати као закаснела транзиција, поготово поредећи ситуацију у Србији са напретком у контролној групи земаља ЦЕ5.

Економске реформе у периоду од 2000. године нису резултирале значајним унапређењем и повећањем улоге финансијских тржишта у економском развоју, што додатно отежава приступ изворима финансирања. Неразвијено тржиште капитала указује на мање учешће небанкарских извора финансирања у пословању сектора привреде, што утиче на спорији темпо привредног раста. Доминација банкарског сектора у финансијском систему Србије резултирала је нарастањем проблема ненаплативих кредита од 2008. године и додатним турбуленцијама услед лоших пласмана појединим интересним групама. Стога се намеће питање нивоа развијености и улоге финансијских тржишта у оцени квалитета макроекономских перформанси Србије током претходног четрнаестогодишњег периода транзиције (период 2000–2013. године).<sup>358</sup> Половином 2014. године, у Србији је усвојен сет економских закона с циљем коначног завршетка процеса приватизације, при чему је одређено да цео процес буде завршен до 31. децембра 2015. године. Донети прописи су усмерени на смањење сиве економије и незаконите трговине, јачање владавине закона, као и унапређење привредног амбијента који би водио побољшању позиције Србије на ранг листи Светске банке у истраживању „Doing Business.”<sup>359</sup> Анализа корелација одабраних

---

<sup>358</sup> У међународним финансијским базама, почетком 2015. године када је спроведено истраживање, подаци за Републику Србију су били доступни за период до 2013. године.

<sup>359</sup> Према условима пословања у 2013. години Србија је била рангирана на 86/185 позицији, у 2014. години на 93/189 позицији а у 2015. години на 91/189 позицији. У извештају о условима пословања у Србији за 2016. годину, који је објављен у новембру 2015. године, Србија је рангирана на 59/189 позицији, што је побољшање од 32 места (9 места уколико се примењује иста методологија за 2016. годину). У том истраживању су обухваћени подаци закључно са јуном 2015. године, те се очекује даље унапређење позиције Србије у наредним годинама, с обзиром на очекиване ефекте предузетих реформи

макроекономских показатеља на нивоу Србије приказана је за период од 2000. године до 2013. године. У анализи су коришћени доступни подаци Републичког завода за статистику Републике Србије,<sup>360</sup> Народне банке Србије,<sup>361</sup> базе података ММФ-а<sup>362</sup> и Светске банке.<sup>363</sup>

Ограничавајући фактор развијености финансијског система у Србији је веома плитко и недовољно развијено тржиште капитала. Банке у Србији имају доминантну улогу у финансијском систему, чија је актива 2013. године чинила 92,4% укупне активе финансијског сектора (НБС, 2014). То указује на значај који има ефикасност пословања овог сектора по укупну финансијску стабилност у земљи. Ниво развијености финансијског тржишта представљен је индикаторима који су изведени на основу доступних података у бази (укупна вредност акција којима се тргује према БДП, вредност премија животног осигурања према БДП и банкарски депозити према БДП). На домаћем финансијском тржишту, тржишна капитализација акција је 2013. године порасла за 3,4% у односу на 2012. годину, док учешће у БДП 17%. Сектор осигурања у Србији је недовољно развијен. Значај јачања домаће депозитне базе је велики, јер смањује осетљивост домаћег финансијског система на спољне шокове, при чему су депозити на крају 2013. године достигли 60,7% укупне пасиве банкарског сектора.

Квалитет макроекономских перформанси исказан је коришћењем пет показатеља: бруто домаћи производ, стопа незапослености, стопа инфлације, стране директне инвестиције и текући рачун платног биланса. Економске прилике у Србији, као и у земљама у региону, су високо зависне од кретања унутар ЕУ, с обзиром да су неке од држава окружења већ чланице ЕУ, а да је код осталих остварен значајан напредак у интеграцијама привреда ка Унији. Просечна годишња стопа раста БДП-а Србије у периоду 2000–2013. године износила је 3,9%.<sup>364</sup> Привредни напредак у посматраном периоду је пратила релативно висока стопа незапослености и проблеми у формулацији адекватних политика тржишта рада. НБС је, монетарном политиком, била усмерена ка одржавању ниске и предвидиве стопе инфлације, која се у посматраном периоду кретала ка границама дозвољеног флукутирања. Прилив страних директних инвестиција је највећим делом био повезан с процесом приватизације, при чему је у

---

у 2015. години као и у наредним годинама. Званичан назив извештаја је: World Bank Group „Doing Business – Measuring Business Regulations“ Линк: <http://www.doingbusiness.org/rankings>.

<sup>360</sup> База података РЗС. Линк: <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/public/ReportView.aspx>.

<sup>361</sup> Статистички прилог на сајту НБС. Линк: <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/index.html>.

<sup>362</sup> Database on Financial Development and Structure IMF. Линк: <http://www.imf.org/en/data>.

<sup>363</sup> Data Indicators the World Bank. Линк: <http://data.worldbank.org/indicator>.

<sup>364</sup> Израчунато на основу података Републичког завода за статистику Републике Србије.

току периода обухваћеног анализом реализован нето прилив СДИ од 18,0 млрд евра. Неравнотеже биланса плаћања, које су обележиле период до 2008. године, су постепено ублажене формулацијом извозне стратегије домаће привреде у периоду након глобалне кризе.

Дакле, Србија спада у земље које су оствариле привредни раст уз значајно висок дефицит текућег рачуна платног биланса, који се финансирао приливом на капиталном и финансијском рачуну. Преткризни период карактерише дерегулација и раст интеграције финансијских тржишта у свету уз експанзивну монетарну политику. Таква ситуација је резултирала понудом капитала који је у земљама у транзицији коришћен за финансирање високих спољних дефицита. Ипак, тај капитал није долазио у форми директних инвестиција у производњу, већ кроз кредитне аранжмане и прилив у процесу приватизације. Најважнији макроекономски индикатори Србије су током првих шест месеци 2015. године побољшани у односу на стање током претходних неколико година. Привреда Србије је током другог квартала 2015. године изашла из рецесије која је трајала од средине 2013. године. Иако је за 2015. годину био прогнозиран пад БДП-а од 0,5–1,0%, услед успешних мера фискалне консолидације, од половине 2015. године се прогнозира привредни раст од 0,5–1% у 2015. години. БДП Србије је, 2014. године, износио 33,1 млрд евра, док је БДП по становнику износио 4,635 евра. Инфлација је ниска и креће испод доње границе дозвољеног одступања ( $4\% \pm 1,5$  п.п.) при чему НБС очекује да ће се постепено приближавати циљу од 4% почев од другог полугодишта 2016. године. Инфлација је у 2014. години износила 1,7%, а у октобру 2015. године 1,4%. Стање на тржишту рада се побољшава, према подацима РЗС Анкета о радној снази, стопа незапослености се смањује посматрано по кварталима у 2014. и 2015. години, при чему је у другом кварталу 2015. смањена на 17,9%, са 20,9% у другом кварталу 2014. године. Укупне инвестиције у Србији су водећи покретач раста БДП-а. У условима смањене приватне и државне потрошње, кључни услов за бржи привредни раст у наредним годинама је повећање стопе укупних инвестиција са око 20% БДП на преко 25% БДП-а у наредним годинама. Држава може да допринесе повећању укупних инвестиција повећањем јавних инвестиција са 3% БДП-а на 4–5% БДП-а, али је неопходно да допринесе стварању повољних услова за раст приватних инвестиција (унапређење услова пословања и одржавање макроекономске стабилности).

## 1. Финансијска тржишта и привредни раст у Републици Србији

Теорија привредног раста проучава квантитативне релације између фактора производње и аупута, сагледавањем проблема одржавања динамичке равнотеже, у циљу остварења раста у условима пуне запослености. Привредни раст се квантитативно може изразити преко различитих показатеља,<sup>365</sup> при чему је у овом истраживању коришћена вредност бруто домаћег производа, који је најчешће коришћен макроекономски агрегат и индикатор економских активности једне земље.<sup>366</sup> То је агрегат који омогућава мерење нивоа економске развијености, праћење стопе економског раста и представља основ за формулисање и праћење реализације економске политике и доношење одлука на свим нивоима власти.

Актери који обављају економске активности групишу се у институционалне јединице које могу бити: индивидуалне (физичка лица или домаћинства) и законски дефинисане институционалне јединице (правна лица, профитне, непрофитне и државне институционалне јединице). Институционалне јединице се групишу у институционалне секторе: нефинансијски сектор, финансијски сектор, сектор државе, сектор домаћинства и сектор непрофитних институција које пружају услуге домаћинствима. Структура националних рачуна подразумева да, на нивоу целе привреде, укупна понуда мора одговарати употреби, односно, да вредност расположивих производа и услуга мора бити једнака укупној вредности утрошених добара и услуга у посматраном периоду. Такође, вредност обрачунаог БДП–а према примењеним методама (расходни и производни) мора бити једнака. Ово значи да БДП у тржишним ценама, обрачунао као сума финалне потрошње, бруто инвестиција у основне фондове, промена у залихама и салда извоза и увоза добара и услуга (расходни метод) моја бити једнак вредности БДП–а обрачунаог као сума бруто додатих

---

<sup>365</sup> Привредни раст се исказује, осим нивоа бруто друштвеног производа, кретањем бруто националног дохотка (који представља збир БДП–а и салда примарних доходака од рада и капитала из иностранства), праћењем бруто друштвеног производа по становнику (вредност добара и услуга које, у просеку, произведе становник једне земље и обрачунава се на основу процењеног укупног броја становника средином године) и путем националног дохотка по становнику.

<sup>366</sup> У статистици се користе три метода обрачуна БДП–а: производни, расходни и доходовни метод. Производни метод: БДП је збир бруто додатих вредности свих резидената увећан за износ пореза а умањен за износ субвенција на производе.

Расходни метод: БДП је сума агрегата финалне потрошње, инвестиција у основне фондове, промена у залихама и вредности извоза умањене за вредност увоза добара и услуга. Међуфазна потрошња и инвестиције немају карактер финалне потрошње.

Доходовни метод: БДП представља збир бруто зарада запослених, пословног вишка/мешовитог дохотка и пореза умањених за субвенције на производе и производњу. Извор: РЗС.

вредности свих резидентних институционалних јединица, увећана за износ пореза и умањена за износ субвенција за производе (производни метод). Једначина којом се исказује БДП отворене привреде подразумева да је:

$$\text{БДП} = \text{финална потрошња} + \text{брutto инвестиције} + \text{извоз} - \text{увоз}$$

У Србији и земаљама ЦЕ5 је, од 2000. године до почетка глобалне економске кризе, реализован релативно стабилан привредни раст. Просечан годишњи раст у периоду 2000–2008. године је у земљама ЦЕ5 износио 5%,<sup>367</sup> а у Србији 6,1%.<sup>368</sup> Међутим, период након 2008. године доноси успоравање привредних активности, тако да је просечна годишња стопа раста БДП–а Србије у периоду 2009–2013. године износила око 0,1%. У земљама ЦЕ5 је, у истом периоду, остварен просечан годишњи раст привредне активности од 1,3 %. Земље ЦЕ5 су оствариле и знатно нижи дефицит текућег рачуна платног биланса, уз мање учешће дефицита у БДП–у које је, за период 2009–2013. године, износило -1,1%.<sup>369</sup> Србија је спорији раст БДП–а, остварила уз знатно виши дефицит текућег рачуна, као и веће учешће дефицита у БДП–у (у периоду 2009–2013. године учешће је износило -8,4%).<sup>370</sup> Дакле, током посматраног периода привредни раст су пратиле спољне и унутрашње неравнотеже, односно дугорочно неодржив спољни дефицит и растући фискални дефицит.<sup>371</sup>

---

<sup>367</sup> Калкулације на основу доступних података о вредности БДП–а (расходни метод) земаља ЦЕ5, у константним доларима, сталне цене из 2010. године. Извор података: ОЕЦД. Линк: <http://stats.oecd.org/>. Исти извор података је коришћен за остале обрачуне БДП–а на нивоу ЦЕ5 у овом поглављу.

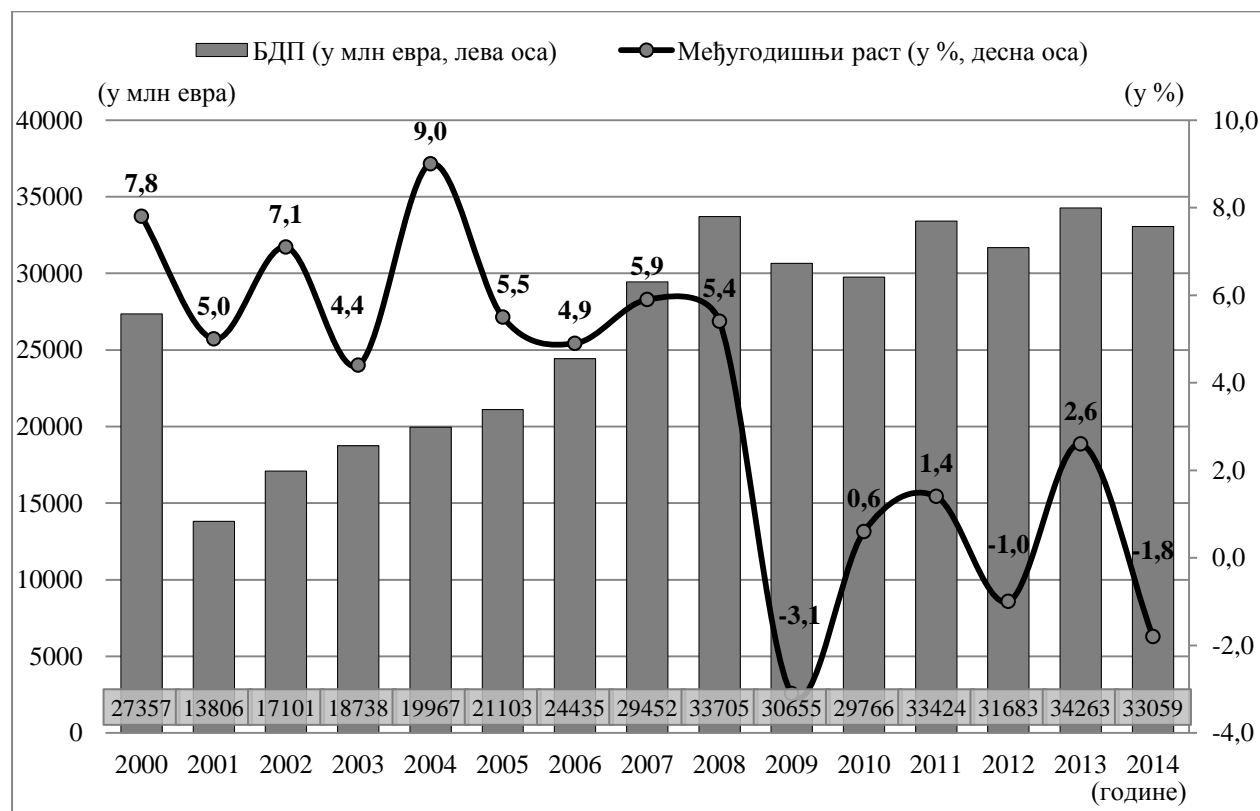
<sup>368</sup> Калкулације на основу доступних података о вредности БДП–а Србије, у динарима, у сталним ценама из 2010. године. Извор података за обрачун: Републички завод за статистику Републике Србије. Линк: <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/Public/PageView.aspx?pKey=61>. Исти извор података је коришћен за остале обрачуне БДП–а за Србију у овом поглављу.

<sup>369</sup> Калкулације на основу доступних података о учешћу сладе текућег рачуна платног биланса у БДП, за земље ЦЕ5, у процентима. Извор података за обрачун: База података Светске банке. Линк: <http://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.GD.ZS>. Исти извор података је коришћен за остале обрачуне текућег рачуна платног биланса на нивоу ЦЕ5 у овом поглављу.

<sup>370</sup> Калкулације на основу доступних података текућем рачуну платног биланса Србије. Извор података за обрачун: НБС. Линк: <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/index.html>. Исти извор података је коришћен за остале обрачуне текућег рачуна платног биланса за Србију у овом поглављу.

<sup>371</sup> Спољна трговина Србије и земаља региона је важан фактор економског раста и зависна је од економских околности у водећим земљама ЕУ. Стога је трговински биланс и могућност већег пласмана извозног потенцијала на суседна тржишта и тржиште ЕУ, једна од примарних ставки текућег рачуна платног биланса Србије. Више од 50% трговине Србије, као и земаља региона, усмерено је ка ЕУ. Глобална економска криза резултирала је високим учешћем дефицита текућег рачуна платног биланса у БДП–у свих земаља Балкана, при чему је опоравак свих земаља региона био успорен током 2009. године, да би извоз већине земаља порастао 2010. године. Од друге половине 2011. године, услед успоравања тражње у зони евра, смањења цене метала и изузетно лоших временских прилика почетком 2012. године, извоз земаља Балкана на тржиште ЕУ је успорен. Целокупна економска ситуација у посматраном периоду, слично је деловала и на увоз у земље региона, који је забележио значајно смањење током 2009. године, да би од 2010. године почео умерено да расте, али недовољно да озбиљније премаши вредности из преткризног периода. Тржишта су се ослањала претежно на увоз капиталних добара и добара за даљу прераду, што је у спречи са кретањима страних директних инвестиција. Овај период карактерише повећање цена нафте, хране и енергије.

Србија је, током целог периода транзиције који се посматра (2000–2013. година) остварила привредни раст по просечној годишњој стопи од 3,9%.<sup>372</sup> Као што је наведено, привредни раст је реализован бржим темпом у периоду пре кризе, и знатно споријим у периоду након почетка утицаја глобалне економске кризе на регион југоисточне Европе. У првој деценији двадесетпрвог века, привредни раст Србије је, у највећој мери, био заснован на расту домаће тражње која је, због лоше структуре привреде и слабе конкурентности, водила наглом расту увоза. Ово указује на изузетно неповољну структуру употребе БДП–а, што је водило повећању спољне неравнотеже. Стога је у периоду након глобалне економске кризе, јасно назначена потреба формулације привредног раста заснованог на извозу и јачању конкурентности домаће привреде. На наредном графикону је приказана вредност бруто домаћег производа Србије, исказана у еврима уз међугодишње стопе раста.



**Графикон 6.1**  
**Бруто домаћи производ Републике Србије и међугодишње стопе раста,**  
**2000–2014. године**

Извор: РЗС.

<sup>372</sup> Земље у транзицији ЦЕ5 су у периоду 2000–2013. године оствариле просечан годишњи раст од 3,1%. Поређења ради, земље ЦЕ5 су, у периоду првих четрнаест година транзиције, 1990–2004. године оствариле просечан годишњи раст од 5%. Напомена: У бази података ОЕЦД за Мађарску не постоје подаци за 1990. годину, док за Словачку не постоје подаци за 1990. и 1991. годину о вредности БДП.

Водећи генератор економског раста оствареног у 2005. години, од 5,5%, био је раст агрегатне тражње, укључујући висок раст кредита пословних банака пласираних сектору становништва и нефинансијском пословном сектору привреде. У 2006. години је успорен међугодишњи раст БДП–а на 4,9%, при чему је највећи допринос расту остварио сектор услуга (саобраћај и телекомуникације) и сектор финансијског посредовања. Ипак, након 2008. године у посткризном периоду је промењен модел економског раста, и започиње фаза раста извоза и инвестиција. У 2012. години је остварено међугодишње смањење БДП–а од -1,0% (лоша пољопривредна сезона и екстерни утицај рецесије и слабог инвестирања у евро зони), док је 2013. године, висок раст робног извоза од 25,8%<sup>373</sup> био главни покретач међугодишњег привредног раста од 2,6%. Ипак, ограничавајући фактор раста 2013. године биле су ниске јавне инвестиције<sup>374</sup> и слаба приватна потрошња,<sup>375</sup> као последица програма фискалне консолидације и слабе куповне моћи становништва. Промена модела економског раста, након 2008. године, који је заснован на расту извоза и инвестиција, реализован је уз стимулацију раста разменљивих сектора привреде као и повећање продуктивности и отварање нових радних места. Привредни раст је базиран на расту нето извоза, али и у великој мери условљен привредним кретањима у земљама зоне евра и јачањем екстерне тражње. У том смислу је изузетно важно стимулисати државне и приватне инвестиције, с посебним акцентом на једнак третман домаћих и страних инвестиција. У периоду након 2013. године, посебно позитивни ефекти по привредни раст су

---

<sup>373</sup> Према коначним подацима Републичког завода за статистику за 2013. годину, објављеним 16. јула 2014. године, укупна спољнотрговинска робна размена Србије у 2013. години, изражена у еврима, порасла је за 12,8% у односу на 2012. годину. Извоз, изражен у еврима, повећан је за 25,8%, и достигао је 11,0 млрд евра. (РЗС, (2014). Саопштење РЗС: Спољнотрговинска робна размена Републике Србије коначни подаци – 2013. година. Линк: <http://webzrzs.stat.gov.rs/WebSite/Public/PageView.aspx?pKey=93>).

Према подацима Народне банке Србије, која у оквиру статистике платног биланса прати спољнотрговинску размену робе и услуга, у 2013. години је извоз робе у услуга порастао за 18,2% међугодишње и износио 13,9 млрд евра. (Народна банка Србије (2014). Основни макроекономски индикатори и НБС (2014). Платни биланс за 2013. годину према ВРМ6.

Линк: [http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni\\_bilans.html](http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni_bilans.html).

<sup>374</sup> У 2007. години, укупне јавне инвестиције су биле на прихватљивом нивоу од 4,8% БДП–а. У периоду 2009–2012. године просечне годишње јавне инвестиције су смањене на 3,5% БДП–а, што се и даље сматрало прихватљивим са становишта неопходног нивоа који стимулише привредни раст. Међутим, у 2013. и 2014. години, ниво јавних инвестиција у Србији је опао на најниже учешће од 2000. године, 2,2% и 2,5% БДП–а. У средњем року, од 2015. године, препорука је да се ниво јавних инвестиција у Србији повећа на 4–5% БДП–а. (Фискални савет, 2014: 2).

<sup>375</sup> Приватна потрошња у Србији, након 2009. године бележи међугодишње смањење: 2009. године (-0,2%), 2010. године (-0,5%), 2012. године (-2,0%), 2013. године (-0,6%) и 2014. године (-1,3%). Према пројекцијама Народне банке Србије у трећем кварталу 2015. године, очекује се међугодишње смањење приватне потрошње и у 2015. години за 0,8%. (НБС, 2015).

очекивани почетак преговора о чланству Србије у ЕУ од 2014. године<sup>376</sup> као и доследна реализација мера фискалне консолидације и структурних реформи, уз склапање аранжмана с ММФ–ом, за шта се очекује да ће позитивно деловати на привлачење страних инвестиција. Међутим, подаци за 2014. годину показују да се Србија налази у групи земаља Централне и Источне Европе које нису успеле да достигну преткризни ниво БДП–а.<sup>377</sup> Водеће питање економске политике за наредне године представља могућност одрживог привредног раста. Овакав раст захтева унапређење привредног амбијента, односно испуњење бројних предуслова за боље услове пословања, попут развијеног финансијског система, ефикасне администрације, смањења корупције, повећања образованости радне снаге сходно захтевима привреде, политике конкуренције, ефикасне заштите својине и осталих предуслова. Улога државе мора бити кључна у областима спровођења закона и реализације уговорних обавеза, пре свега у ефикасном обављају основних функција, без превеликог уплитања у послове привреде. При том је неопходно повећати инвестиције у привреди, чији ниво према искуству ЦЕ5, треба бити око 25% БДП–а, како би се остварио значајнији привредни раст.<sup>378</sup> Потребно је нагласити значај повећања јавних инвестиција у инфраструктуру, што је од посебног значаја за стварање бољих услова пословања и даљи привредни раст, као и да се све већи део инвестиција финансира из домаће штедње. Уз адекватну политику конкуренције и креирање услова за равноправну тржишну утакмицу, услови пословања у земљи ће се унапредити што води сигурнијем привредном расту у наредним годинама.

У области развоја финансијског сектора, неопходно је успостављање финансијске дисциплине и ефикасно решавање проблематичних кредита, с обзиром да

<sup>376</sup> У Бриселу је 21. јануара 2014. године, одржана прва међувладина конференција између Србије и ЕУ, што је означило почетак приступних преговора Србије и ЕУ.

<sup>377</sup> Према подацима РЗС, БДП Србије у 2014. години је износио 33,1 млрд евра, док је 2008. године износио 33,7 млрд евра.

<sup>378</sup> Укупне инвестиције у основне фондове у Србији су, по годинама, од 2000. године приказане у следећој табели:

Године:	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
Бруто инвестиције у основне фондове (у млрд евра)	0,96	1,7	2,8	3,4	4,1	4,2	5,4	7,4
Учешће у БДП (у %)	3%	13%	16%	18%	21%	20%	22%	25%
Године:	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Бруто инвестиције у основне фондове (у млрд евра)	8,4	6,0	5,5	6,1	6,7	5,9	6,1	...
Учешће у БДП (у %)	25%	20%	19%	18%	21%	17%	17,2%	...

Напомена: За прерачунавање у еврима података у 2000. и 2001. години коришћен је средњи курс евра у 2002. години.

Извор: Калкулације на основу података Републичког завода за статистику и Народне банке Србије.



је банкарски сектор, који је доминантан део финансијског система, неколико година у фази опадања и стагнације. Даљи раст БДП–а зависи од посвећености реформама и постепеног отклањања спољних и унутрашњих неравнотежа, као и од убрзања привредних реформи којима би се унапредио привредни амбијент. Ово су неопходни предуслови како би се развој Србије у наредним годинама уклопио у нове развојне приоритете Европске уније.

## 2. Финансијска тржишта и запосленост у Републици Србији

Привредни раст Србије, реализован у периоду након 2000. године, није био праћен растом запослености, услед деловања бројних фактора, од оптерећујућег наслеђеног стања у привреди, започетог процеса реструктурирања и транзиције, као и недовољно стабилних институција и недоследног спровођења економске политике. Стога запосленост у Србији прате бројне неповољне одреднице, попут већег броја запослених у пољопривреди у односу на индустрију у периоду након 2009. године,<sup>379</sup> великог броја запослених у јавном сектору, нижег нивоа зарада у приватном сектору, високе стопе неформалне запослености,<sup>380</sup> веома лошег положаја на тржишту рада рањивих група становништва.<sup>381</sup> Осим ових карактеристика, ниско је учешће образованог становништва у укупно активном становништву (становништво старије од 15 година), које је 2013. године било мање од 25%.<sup>382</sup> Озбиљан проблем представља демографско смањење становништва радног узраста, које се убрзава последњих година.<sup>383</sup> За ефикасан привредни систем неопходно је постојање образоване радне снаге и ефикасне политике тржишта рада, јер је то директна детерминанта привредног развоја. Профили образовања се у наредном периоду морају дефинисати у складу са реалним потребама тржишта и захтевима сектора привреде, који креирају тражњу за радном снагом и ниво запослености у једној привреди. Систем образовања, од основних школа до факултета захтева јединствен концепт вредновања и оцене школа у

---

<sup>379</sup> Према подацима Републичког завода за статистику (Анкета о радној снази, Запослена лица, старости 15 и више година, по секторима КД 1996) број запослених лица старијих од 15 година 2008. године у пољопривреди је износио 707.318 лица, а у прерађивачкој индустрији 482.281 запослена лица. Према подацима за IV квартал 2014. године (Анкета о радној снази, Запослена лица, старости 15 и више година, по секторима КД 2010), број запослених у пољопривреди је износио 538.040, а у прерађивачкој индустрији 385.369 запослених лица.

<sup>380</sup> Неформална запосленост представља број запослених лица која раде без формалног уговора о раду, и обухвата запослене у нерегистрованој фирми, запослене у регистрованој фирми, али без формалног уговора о раду и без социјалног и пензионог осигурања, као и неплаћене помажуће чланове домаћинства. (РЗС).

<sup>381</sup> Рањиве групе становништва су особе са инвалидитетом, избеглице, интерно расељена лица, особе са нижим образовањем, рурално становништво, млади, особе старости од 50 до 64 године и жене.

<sup>382</sup> Према подацима Републичког завода за статистику (Анкета о радној снази, Становништво старо 15 и више година, према школској спреми и активности), 2013. године учешће радне снаге са вишом и високом стручном спремом у укупно активном становништву било је 21%. Дакле, 2013. године је 79% радно активног становништва која траже посао било, према школској спреми, у групи особа са средњом, основном школом, непотпуном основном школом или без школе.

<sup>383</sup> Истраживачки рад Фискалног савета Србије „Пројекције становништва Србије од 2010. до 2060. године“ која се ослања на најновије податке из пописа становништва 2011. године, указује на процене да ће се број становника смањивати у наредним годинама. (Пенев, 2013).

зависности од резултата образовања и практичне применљивости квалитета знања дипломираних ученика у школском систему.

Према међународним параметрима,<sup>384</sup> незапосленост у интервалу до 5% радно активног становништва, указује да је већина радно способног становништва у једној земљи радно активна и обезбеђује егзистенцију за себе и породицу. При оваквој стопи незапослености, на националном тржишту рада се лако проналази нови радни ангажман. Стопа незапослености у распону од 5% до 10% указује на високу незапосленост и нестабилност на тржишту радне снаге. Тржиште рада је неефикасно, најчешће услед смањења привредне активности, неконкурентности привреде у међународним оквирима, као и услед успореног отварања нових радних места.<sup>385</sup> Трећи интервал незапослености, која превазилази границу од 15%, указује на озбиљне проблеме запослености у једном друштву. Тада постоје мале могућности радног ангажмана становништва и растући су структурни проблеми у једном друштву.

Кретање запослености у Републици Србији, према методолошким решењима усклађеним са препорукама и дефиницијама Међународне организације рада<sup>386</sup> и захтевима Евростата,<sup>387</sup> прати Републички завод за статистику у оквиру истраживања „Анкета о радној снази.“<sup>388</sup> Путем овог истраживања, које се спроводи континуирано током целе године, добијају се подаци о три основна, међусобно искључива контингента становништва: запослени, незапослени и неактивна лица. Резултати истраживања су међународно упоредиви. У Анкети о радној снази не прати се формални статус лица које се анкетира, већ се радни статус одређује на основу стварне активности која се обавља у посматраној недељи. Као запослена лица, региструју се сва лица која најмање један сат у посматраној седмици обављају неки плаћен посао (у новцу или натури), као и лица која имају заснован радни однос и раде у приватним или јавним установама, приватни предузетници, индивидуални пољопривредници, помажући чланови у домаћинству, као и сва лица која су обављала неки посао који су самостално пронашла и уговорила (усмено или писмено) без заснивања радног односа у којима је тај рад

---

<sup>384</sup> Међународна организација рада, ILO (International Labour Organisation).

Линк: <http://www.ilo.org/global/about-the-ilo/lang--en/index.htm>.

<sup>385</sup> Оваква незапосленост указује на неопходност дефинисања националне политике за решавање проблема незапослености на националном нивоу, услед повећане опасности од социјалног незадовољства и класног раслојавања у друштву.

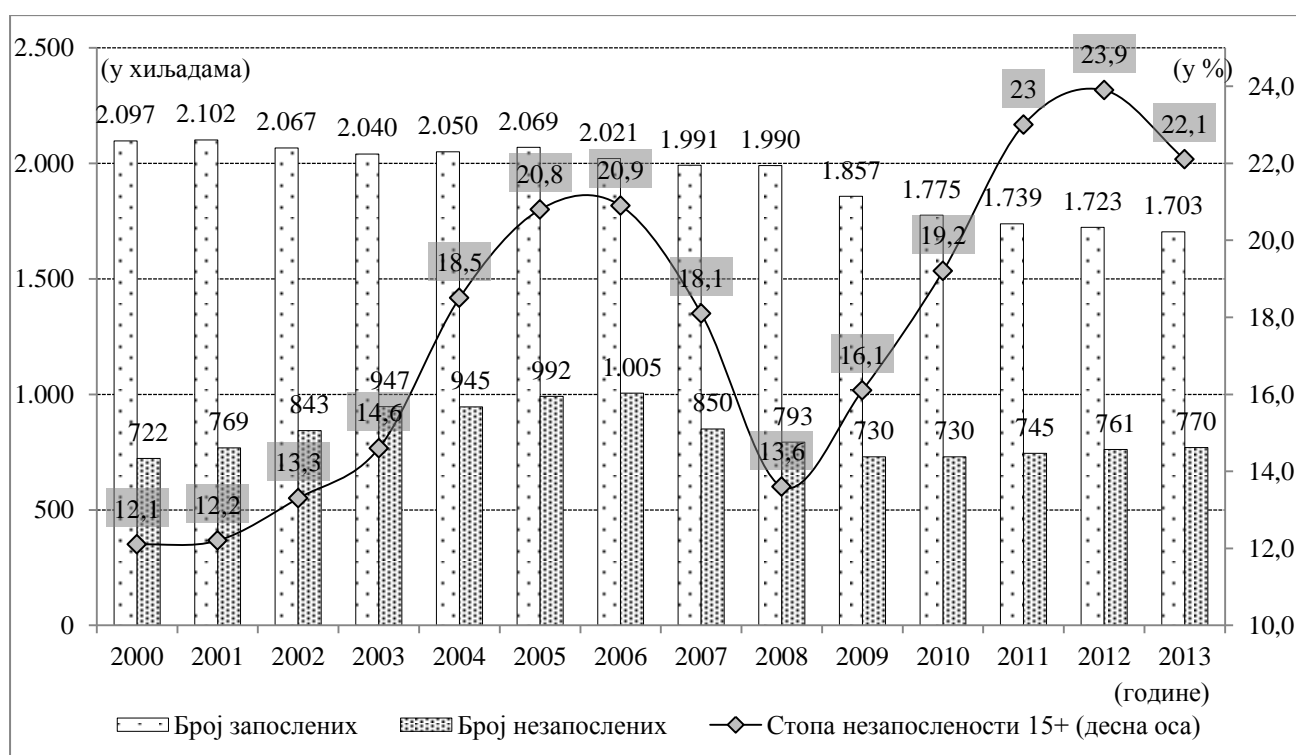
<sup>386</sup> International Labour Organization (ILO). Линк: <http://www.ilo.org/global/about-the-ilo/lang--en/index.htm>.

<sup>387</sup> Eurostat. Линк: <http://www.ilo.org/global/about-the-ilo/lang--en/index.htm>.

<sup>388</sup> Методологија истраживања „Анкета о радној снази“ може се преузети преко следећег линка: <http://webzrzs.stat.gov.rs/WebSite/userFiles/file/Zaposlenost%20i%20zarade/SMET/SMET019050C.pdf>.

представљао једини извор средстава за живот. Незапослени су лица која, у посматраној седмици, нису обављала плаћен посао, нити су имала посао са којег су одсуствовала и на који су могла да се врате након истека одсуства.

На наредном гафикону је представљено кретање броја запослених и незапослених у периоду 2000–2013. године, уз кретање стопе незапослености становништва старијег од 15 година. Стопа незапослености представља проценат незапослених у укупном броју активних становника,<sup>389</sup> при чему је 2014. године достигла 19,4%.<sup>390</sup> Стопа неформалне запослености је расла посматрано по кварталима у 2014. години, и на крају четвртог квартала 2014. године достигла је 23,2%.<sup>391</sup>



**Графикон 6.2**

**Запосленост и незапосленост у Републици Србији, 2000–2013. године**

Напомена: Стопа незапослености је исказана као учешће броја незапосленог становништва у укупном броју активног становништва радног узраста.

Извор: НБС, За стопу незапослености 15+ „Анкета о радној снази“ РЗС 2010. и 2013. године.

<sup>389</sup> Активно становништво (радна снага) чине сва запослена и незапослена лица.

<sup>390</sup> Извор: Републички завод за статистику, Саопштење за јавност „Анкета о радној снази – ревидирани подаци за 2014. годину.“ објављено 23. октобра 2015. године. Линк: <http://webzrzs.stat.gov.rs/WebSite/public/PublicationView.aspx?pKey=41&pLevel=1&pubType=2&pubKey=3224>.

<sup>391</sup> Извор: Републички завод за статистику, Саопштење за јавност „Анкета о радној снази – ревидирани подаци за 2014. годину.“ објављено 23. октобра 2015. године.

Стопа незапослености у Србији, од 2000. године, према подацима о регистрованој запослености, на основу података Анкете о радној снази, била је међу највишим у земљама у транзицији. За разлику од великог броја социјалистичких земаља на почетку процеса транзиције, које су имале веома ниске стопе незапослености (готово нулте стопе незапослености), Србија се на почетку реформи 2000. године налазила у неповољнијем положају, што је последица ратних разарања и деловања санкција у десетогодишњем периоду пре почетка двадесетог века.<sup>392</sup> Осим што је незапосленост била висока, наступајуће транзиционе реформе су указивале на њен даљи раст. Велики проблем представља и велика прикривена незапосленост, која је већа од отворене незапослености.<sup>393</sup> Резултати анкете о сивој економији (USAID, 2013), спроведене 2013. године, показали су да је велики број људи запослен у сивој економији. Према резултатима анкете, на основу репрезентативног узорка од 1.251 привредног субјекта<sup>394</sup> број запослених који раде без уговора креће се од 1,9% до 23,9% укупног броја запослених. Учешће запослених који нису пријављени на целокупну зарату креће се од 3,8% до 24,7% укупног броја запослених (USAID, 2013:4) Овакво преплитање формалних и неформалних компоненти на тржишту рада замагљује стварне односе и отежава ефикасно вођење националне политике тржишта рада.

И кретање стопе незапослености у периоду након 2000. године, може се посматрати зависно од утицаја глобалне економске кризе, као и у контексту транзиционих промена и утицаја процеса приватизације. Иако је на претходном графикону уочљив тренд смањења броја запослених у периоду након 2008. године, услед последица глобалне економске кризе, смањење запослености се већим делом везује и за утицај процеса приватизације и реструктурирања предузећа у државном власништву. Ипак, смањење броја запослених је условљено и бројним другим факторима, попут распада тржишта некадашње Југославије, санкција међународне заједнице, бомбардовања Србије, транзиционе рецесије, али и неуређеним привредним амбијентом, недоседном и често погрешно регулисаном економском политиком.

---

<sup>392</sup> Број незапослених у 2000. години је био 721.768 људи. (НБС).

Линк: <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/index.html>.

<sup>393</sup> Велики број запослених из друштвеног и државног сектора остварује додатне приходе на неформалном тржишту рада.

<sup>394</sup> Привредна друштва и предузетници.

### 3. Финансијска тржишта и инфлација у Републици Србији

Инфлација, као раст општег нивоа цена, представља основну детерминанту опште макроекономске стабилности у земљи, и указује на унутрашњу равнотежу. Праћење кретања нивоа цена на нивоу националне економије је неопходно, јер је то један од најважнијих краткорочних индикатора, који је основ за доношење одлука економске и монетарне политике у земљи. На другој страни, индекси цена се користе као дефлатор у националним рачунима,<sup>395</sup> праћењу промета на мало, али и у пословним и приватним уговорима приликом усклађивања плата, пензија, социјалних давања и осталих новчаних токова. Истраживања којима се прикупљају подаци о ценама на мало спроводи Републички завод за статистику,<sup>396</sup> док је Народна банка Србије<sup>397</sup> институција одговорна за очување вредности (куповне снаге) новца, путем одржавања монетарне стабилности.

Најчешће коришћена мера инфлације у Србији су индекси малопродајних цена, при чему су се, до јануара 2009. године, као мера инфлације користили Индекси цена на мало,<sup>398</sup> док се од 2009. године користи Индекс потрошачких цена. То је главни показатељ инфлације у великом броју земаља, за чији се обрачун користи методологија хармонизованог индекса цена у Европској унији (*енг.* Harmonised Index of Consumer Prices – HICP). Овим индексом се мери просечна промена цена фиксне корпе добара и

---

<sup>395</sup> Дефлатор БДП–а представља меру просечне цене друштвеног производа. То је индексни број изједначен са бројем 100 у базној години. Стопа промене БДП дефлатора представља стопу инфлације. Номинални БДП се добија као производ, при чему су два чиниоца реалан БДП и БДП дефлатор.

<sup>396</sup> Методологија обрачунавања Индекса потрошачких цена доступна је на линку:

<http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/userFiles/file/Cene/smet/SMET0060ICC.pdf>.

<sup>397</sup> За монетарну стабилност земље одговорна је Народна банка Србије. Више информација на линку:

<http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/index.html>.

<sup>398</sup> Разлике у методологији између индекса цена на мало и индекса потрошачких цена састоје се у обухвату производа чије се цене прате и начину обрачуна њихових пондера. Удео цена регулисаних производа је знатно мањи у индексу потрошачких цена (износи 35%) у односу на индекс цена на мало (58%). Приликом обрачуна индекса цена на мало за пондере се користи структура промета на мало, а код индекса потрошачких цена структура потрошње домаћинства усклађена са структуром финалне потрошње домаћинства из БДП–а. Индекс цена на мало је пратио цене грађевинског материјала и репроматеријала, које не укључује индекс потрошачких цена. На другој страни, индекс потрошачких цена обухвата и цене угоститељских и здравствених услуга, услуга образовања, финансијских услуга и ренти. Индекс потрошачких цена је у многим земљама општеприхваћено мерило инфлације, тако да праћење овог индекса за Србију, омогућава квалитетнију компаративну анализу са подацима из међународног окружења. РЗС је индекс потрошачких цена за Србију први пут објавио почетком 2007. године. (НБС, 2007:10). Методологија обрачуна Индекса цена на мало је доступна на следећем линку: <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/Public/PageView.aspx?pKey=431&URL=http://pod2.stat.gov.rs/ElektronskaBiblioteka2/Pretaga.aspx?pubType=7%26areId=03>.

услуга које домаћинства купују ради задовољења својих потреба.<sup>399</sup> Обрачун Индекса потрошачких цена се врши према методологији која је усаглашена са препорукама за обрачун индекса цена у Европској унији (Евростат).<sup>400</sup>

Монетарна стабилност земље подразумева ниску, стабилну и предвидиву инфлацију, као и поверење свих субјеката у националну валуту. Са тог аспекта посматрано, неке од примарних функција Народне банке јесу одржавање стабилне вредности националне валуте у циљу одржавања животног стандарда грађана, односно, одржавање ниске, стабилне и предвидиве стопе инфлације, што утиче на креирање амбијента за постизање одрживог економског развоја и раста запослености. Основни инструмент монетарне политике Народне банке Србије је референтна каматна стопа, која се примењује при провођењу главних операција на отвореном тржишту, док су помоћни инструменти операције на отвореном тржишту, обавезна резерва банака, кредитне и депозитне олакшице и интервенције на девизном тржишту.

Народна банка Србије, у периоду од 2007. године спроводи политику циљања инфлације, што је средњорочно постављен циљ, при чему краткорочно остварена инфлација може одступати од циљане услед спољних утицаја. Циљеви за инфлацију су утврђени у виду јединствене вредности стопе инфлације са дозвољеним одступањем. Основи принципа циљања инфлације, као монетарне стратегије, постављени су и постепено су се уводили, од августа 2006. године, када је усвојен Меморандум о новом оквиру монетане политике.<sup>401</sup> Основни циљеви монетарне политике су се мењали од 2000. године, уз заједнички одредницу смањења инфлације и одржавања стабилности финансијског система. Основни циљ је постизање стабилности цена уз одржавање макроекономске стабилности. У наредној табели су приказани основни циљеви монетарне политике Србије у периоду до 2018. године.

---

<sup>399</sup> Индекс мери промене цена у времену, при чему се за оба периода која се пореде користи структура потрошње базног периода (Лесперов тип индекса). Дакле, намена индекса је мера инфлације, а користи се и као дефлатор финалне потрошње домаћинства.

<sup>400</sup> Линк: [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Consumer\\_prices](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Consumer_prices).

<sup>401</sup> Линк:

[http://nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/30/memorandum\\_novi\\_okvir\\_mon\\_pol\\_05092006.pdf](http://nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/30/memorandum_novi_okvir_mon_pol_05092006.pdf).

**Табела 6.1 Основни циљеви монетарне политике Србије у периоду 2001–2018. године**

<b>Године:</b>	<b>Циљеви монетарне политике</b>
2001. (НБЈ)	Смиривање инфлације (месечна стопа раста цена на мало испод 1%) и одржавање стабилности националне валуте (одржавање курса динара на нивоу којим је омогућено усклађивање понуде и тражње на девизном тржишту, без угрожавања нивоа девизних резерви и конкурентности привреде)
2002. (НБЈ)	Одржавање стабилности девизног курса динара Свођење стопе инфлације на 20% у односу на 31. децембар 2001. године Пораст нето девизних резерви
2003. (НБЈ)	Обарање стопе инфлације на 9% у односу на 31. децембар 2002. године Одржавање стабилности курса динара. Пораст нето девизних резерви.
2004. (НБС)	Смањење стопе инфлације на ниво од 7% (децембар на децембар) Одржавање стабилности финансијског система Повећање нето девизних резерви
2005. (НБС)	Смањење стопе инфлације Одржавање стабилности финансијског система.
2006. (НБС)	Смањење стопе инфлације у односу на 2005. годину Одржавање стабилности финансијског система.
2007. (НБС)	Постизање и одржавање стабилности цена.
2008. (НБС)	Постизање и одржавање стабилности цена (циљана стопа базне инфлације за 2008. годину у распону 3–6% децембар 2008. године према децембар 2007. године
2009. (НБС)	Постизање и одржавање стабилности цена почетни ниво 2009. године: 8–12% са централном вредношћу од 10% завршни ниво 2009. године: 6–10% са централном вредношћу од 6%
2010. (НБС)	Постизање и одржавање стабилности цена децембар 2010. године: 6% с дозвољеним одступањем $\pm 2$ п. п.
2011. (НБС)	Постизање и одржавање стабилности цена децембар 2011. године: 4,5% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п. п.
2012. (НБС)	Постизање и одржавање стабилности цена децембар 2012. године: 4% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п. п.
2013. (НБС)	Постизање и одржавање стабилности цена децембар 2013. године: 4% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п. п.
2014. (НБС)	Постизање и одржавање стабилности цена децембар 2014. године: 4% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п. п.
2015–2016. (НБС)	Постизање и одржавање стабилности цена децембар 2014. године: 4% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п. п.
2017–2018. (НБС)	Постизање и одржавање стабилности цена децембар 2014. године: 4% с дозвољеним одступањем $\pm 1,5$ п. п.

Извор: Приказано на основу података НБС „Меморандум Народне банке Србије о циљаним стопама инфлације.“ Линк: [http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/30\\_3/index.html](http://www.nbs.rs/internet/cirilica/30/30_3/index.html).

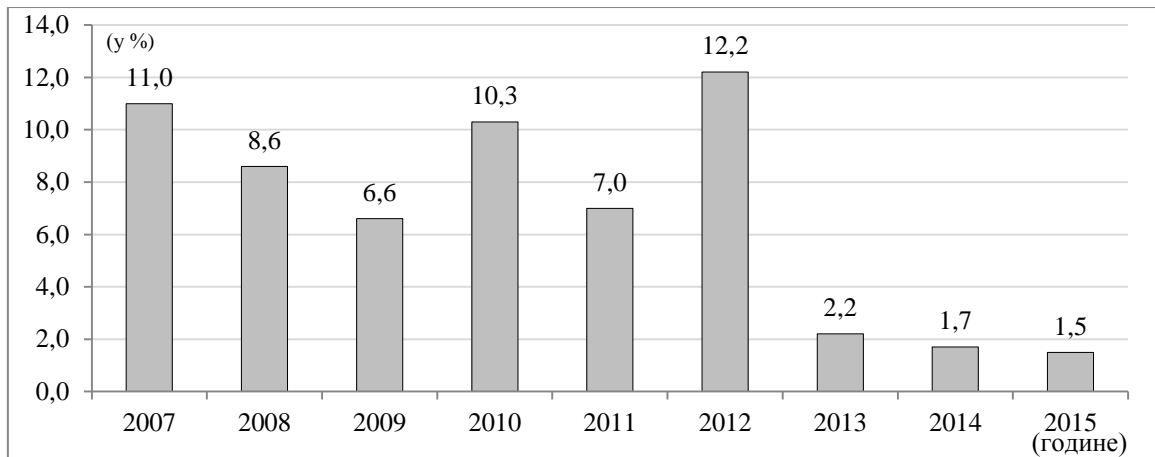
На наредном графикону је приказано кретање Индекса потрошачких цена у периоду 2007–2013. године. Глобална економска криза је погодила Србију у последњем кварталу 2008. године, када је инфлација од око 10,0% била релативно



висока. Инфлација мерена Индексом потрошачких цена снижена је на 6,6% у 2009. години, услед успоравања раста цена хране и комуналних услуга. У периоду након 2009. године инфлација је кретала у распону и испод распона који је циљала НБС. Од почетка кризе, НБС је спроводила политику постепеног попуштања, смањујући референтну каматну стопу. У периоду 2010–2012. године инфлација се кретала у распону изнад горње границе дозвољеног одступања од циља, углавном услед високих трошкова производње пољопривредно прехрамбених производа, високих цена пољопривредних производа, високих инфлационих очекивања, као и једнократним поскупљењем цена производа и услуга услед повећања ПДВ–а и акциза у 2012. години. Након раста у 2012. години, услед лоше пољопривредне сезоне и раста цена хране, инфлација је 2013. године забележила велико смањење на 2,2%. Инфлаторни притисци су током 2013. били веома ниски захваљујући добро одмереним мерама монетарне политике, повољној пољопривредној сезони, ниској агрегатној тражњи и релативно стабилном девизном курсу. Наиме, већ почетком 2013. године инфлаторни притисци су ослабили, под утицајем мера монетарне политике и смањења цена пољопривредних производа. Слабљењем инфлаторних притисака током трећег квартала 2013. године инфлација је враћена у границе дозвољеног одступања од циља.<sup>402</sup> Након тога, инфлација се током 2014. године и у 2015. години кретала у границама распона и испод доње границе дозвољеног одступања од циља. Основни фактори оваквих кретања су смањење цена хране на домаћем и глобалном тржишту, ниски трошковни притисци у производњи хране, смањење агрегатне тражње, ниски притисци по основу увозних цена, смањење светске цене нафте од последњег квартала 2014. године и смањење цене индустријских производа у првом кварталу 2015. године.

---

<sup>402</sup> Према наводима НБС, основни разлози оваквих кретања су деловање мера монетарне политике, смањење цена примарних пољопривредних производа, релативна стабилност курса динара у посматраном периоду и ниска агрегатна тражња.



**Графикон 6.3**

**Индекс потрошачких цена Републике Србије, 2000–2013. године**

Напомена: Годишње стопе раста у %, децембар текуће године према децембру претходне године.  
Извор: РЗС.

Кретања на финансијском тржишту представљају значајну детерминанту кретања инфлације у Србији.<sup>403</sup> Стога су, у овом контексту, од посебног значаја праћење кретања камате стопе, премије ризика Србије (мерено индексом ЕМВИ),<sup>404</sup> кретања на девизном тржишту и курс динара, као и кретања на берзи. То су најзначајнији параметри финансијског тржишта чије се промене одражавају на кретање нивоа цена у земљи. Кретање каматних стопа у Србији није примарни канал регулације цена а испољава се утицајем промена каматних стопа централне банке на промене краткорочних каматних стопа на новчаном и финансијском тржишту. Кретања на девизном тржишту и курс динара у односу на евро је значајан канал регулисања цена у Србији. Механизам деловања се спроводи путем монетарне политике која, преко деловања каматних стопа на девизни курс утиче на нето извоз. Већа каматна стопа, која значи и јачу валуту, утиче на смањење стране тражње за домаћим извозом.

На другој страни, депресијација домаће валуте утиче на раст извоза. Кретање динара према еврџу варира зависно од бројних фактора, унутрашњих и спољних, као и тражње за страним средствима плаћања. Промене девизног курса утичу на цене увозне робе и услуга, што доводи до директног раста цена производа увозног порекла, или

<sup>403</sup> Основне детерминанте кретања инфлације су кретања на финансијском тржишту, монетарни агрегати и кредити, кретања на тржишту непокретности, агрегатна тражња у земљи и иностранству, целокупна економска активност, кретања на тржишту рада и тенденције у међународном окружењу.

<sup>404</sup> ЕМВИ (енг. Emerging Market Bond Index) – Индекс обвезница тржишта земаља у успону. Списак земаља које се користе за израчунавање индекса може се преузети на линку: [http://data.worldbank.org/widgets/indicator/1/web\\_widgets\\_2/EMBI/countries](http://data.worldbank.org/widgets/indicator/1/web_widgets_2/EMBI/countries).

Линк: <https://www.jpmorgan.com/pages/jpmorgan/investbk/research/indexresearch/vendor/packages>.

индиректног раста цена увозних компоненти садржаних у домаћим производима. Кретања на берзи се прате преко тржишне капитализације Београдске берзе, вредности промета на берзи, индекса најликвиднијих акција, BELEX15, као и општег индекса акција BELEXline. Веће каматне стопе смањују цену акција, при чему нижа вредност акција води смањењу финансијског богатства и мањој потрошњи, док вредност акција нижа од трошкова замене капитала води мањој инвестиционој потрошњи.

#### 4. Финансијска тржишта и стране директне инвестиције у Републици Србији

Стране директне инвестиције се, у међународним токовима капитала, сматрају најмање ризичним обликом кретања капитала и најчешће имају изузетно позитиван утицај на привредна кретања у земљи у којој су реализоване, при чему је неопходно напоменути да је ова међузависност сложена и не може се једнозначно одредити. Утицаји преливања СДИ, путем хоризонталног и вертикалног интегрисања у домаћу привреду, стварају позитивне екстерне ефекте на привреду земље домаћина. Привлачење страног капитала може имати позитивне ефекте на развој плитких и неликвидних финансијских тржишта, и указује на поверење које страни инвеститори имају при улагању у једну привреду. Мотивисаност мултинационалних компанија за улазак на страно тржиште лежи у бројним разлозима, попут освајања новог тржишта (повећање броја купаца и коришћење ефеката ниских царинских и нецаринских баријера), повећања ефикасности пословања (јефтинији трошкови фактора производње) и коришћења ресурса производње (природни ресурси и напредне технологије). Анализа страних директних инвестиција у Србији по секторима делатности, показала је да су код страних инвеститора у нашој земљи, постојала сва три мотива за улагање.

Стране директне инвестиције у једну земљу представљају улагање нерезидената у домаће предузеће или банку, којим се обезбеђује поседовање преко 10% вредности капитала (акције), укључујући нето прибављање удела у капиталу, промене на међукомпанијским рачунима, реинвестирану добит и промене међусобне задужености субсидијара или повезаних предузећа (мајке/ћерке предузећа). Дакле, страна директна улагања обухватају улагања у новцу, роби, конверзију дуга у капитал, међукомпанијско задуживање и реинвестирану добит. У Србији је од априла 2014. године у примени Методологија за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције број 6 ММФ–а (IMF, 2008) којом је омогућена упоредивост платног биланса Републике Србије са Системом националних рачуна (*енг.* System of National Accounts – SNA) који је 2014. године прешао на нову методологију (ESA 2010, *енг.* The European System of National and Regional Accounts), као и ефикаснија међународна упоредивост са подацима за земље ЕУ.<sup>405</sup>

---

<sup>405</sup> У новој методологији је наглашена веза трансакција у платном билансу и међународној инвестиционој позицији, те је у складу с тим промењена и знаковна конвенција.

Стране директне инвестиције у Србији, након политичко економских промена у октобру 2000. године и поновног укључења Србије у међународне институције и глобалне трговинске токове, бележе постепен раст.<sup>406</sup> Наиме, након скромног прилива СДИ у Србију 2000. године, у вредности 54,0 млн евра, од 2001. године бележи се динамичнији раст нето прилива СДИ по просечној стопи од 25% годишње (2000–2014. година). У периоду између 2000. и 2014. године укупне нето СДИ<sup>407</sup> у Србији су износиле око 18,0 млрд евра. У овако дугом временском интервалу могуће је издвојити два периода, пре и после глобалне економске кризе, односно период када су реализована значајнија улагања и период када је улагање реализовано спорим темпом. Модел привредног раста Србије, углавном је био заснован на привлачењу СДИ, али у приватизационе пројекте ради модернизације производње и унапређења процеса рада.

Секторска структура СДИ током анализираних петнаест година указује на значајно веће учешће сектора неразмљивих добара у укупним инвестицијама, у односу на улагања у разменљива добра,<sup>408</sup> чија је производња у Србији неопходна како

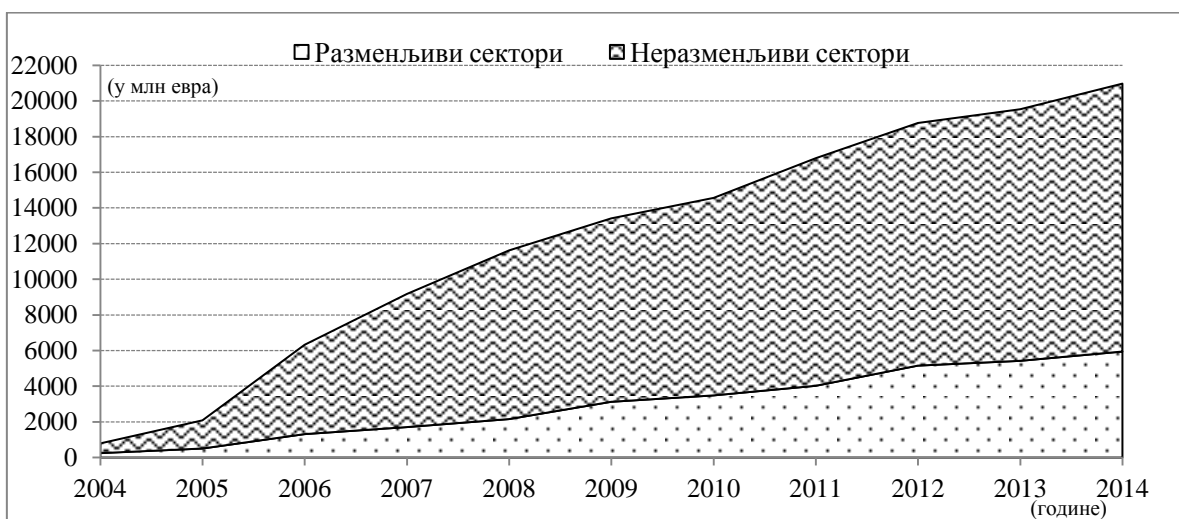
---

<sup>406</sup> Могућност страних улагања на територији Србије постоји још од давне 1967. године, када су први пут омогућена страна улагања у СФРЈ (овај облик улагања није дозвољавао страном власнику учешће у власништву и управљању предузећем). Законски оквир који први пут омогућује страним резидентима да учествују у власништву и управљању домаћим предузећима постављен је 1989. године, и резултирао је укупним улагањима од око 4,0 млрд немачких марака у прве две године примене (што је око 2,0 млрд евра, према првом курсу конверзије). Ратна дешавања и политичко-економске санкције УН резултирале су смањењем страних улагања у периоду од 1991. године, тако да је вредност прилива СДИ у десетогодишњем интервалу (1990–2000. године) износила око 1,4 млрд америчких долара (што је 1,39 млрд евра, према курсу прве конверзије након увођења евра који је износио 1\$=0,9911€ на дан 3. јануар 2000. године). Закон о страним улагањима је промењен 2002. године (када престаје да важи Закон о страним улагањима из 1994. године, допуњен 1996. године). Основни циљ новог Закона о страним улагањима било је повећање прилива страних инвестиција и њим су омогућене знатно веће могућности и права страним улагачима.

<sup>407</sup> При анализи СДИ неопходно је указати на разлику у појмовима улазне, излазне и нето СДИ. У извештајима Народне банке Србије (НБС) за временску серију од 2000. године доступни су подаци о нето СДИ, који представљају разлику улагања странаца у Србију и улагања домаћих резидената у иностранство. Улазне стране директне инвестиције представљају вредност која је уложена на територији Србије, док излазне СДИ представљају улагања из Србије у иностранство. Појмови нето СДИ и нето прилив СДИ, представљају разлику између прве две вредности.

<sup>408</sup> Класификација сектора делатности на разменљива и неразмљива добра извршена је према њиховом учешћу у међународној трговинској размени. Неразмљива добра су намењена домаћем тржишту. Разменљиви сектори су: А–Пољопривреда, шумарство и рибарство; В–Рударство; С–Прерађивачка индустрија; Д–Снабдевање електричном енергијом, гасом, паром и климатизација; Е–Снабдевање водом, управљање отпадним водама, контролисање процеса. Неразмљиви сектори су: Ф–Грађевинарство; Г–Трговина на велико и мало; поправка моторних возила и мотоцикала; Н–Саобраћај и складиштење; И–Услуге смештаја и исхране; Ј–Информисање и комуникације; К–Финансијске делатности и делатност осигурања; Л–Пословање некретнинама; М–Стручне, научне, иновационе и техничке делатности; Н–Административне и помоћне услужне делатности; О–Државна управа и одбрана; обавезно социјално осигурање; Р–Образовање; Q–Здравствена и социјална заштита; R–Уметност, забава и рекреација; S–Остале услужне делатности; Т–Делатност домаћинства као

би се повећао ниво конкурентности домаћих производа, неопходан за извоз на страна тржишта и даљи раст БДП-а заснован на извозно оријентисаној привреди. Истраживања (Alfaro, Kalemli-Ozcan, Chanda & Sayek, 2006) спроведена након 2005. године показала су да је привредни раст одрживији у земљама у којима су развијенији сектори разменљивих добара. У Србији је од 2011. године остварен умерен раст директних инвестиција у секторе разменљивих добара, али недовољан са становишта развојних потреба привреде и значајнијег раста извоза. У структури укупних СДИ у периоду 2004–2014. године остварено је учешће улагања у секторе разменљивих производа од 24% укупних СДИ, док је улагање у секторе неразменљивих производа достигло чак 76% укупних СДИ. У структури укупних директних инвестиција, током посматраног периода, око 55% улагања је било усмерено у терцијарни сектор производње, а око 27% у секундарни сектор.<sup>409</sup> На наредном графикону је приказано кумулативно учешће СДИ у разменљиве и неразменљиве секторе привреде у периоду 2004–2014. године.



**Графикон 6.4**  
**СДИ у разменљиве и неразменљиве секторе**

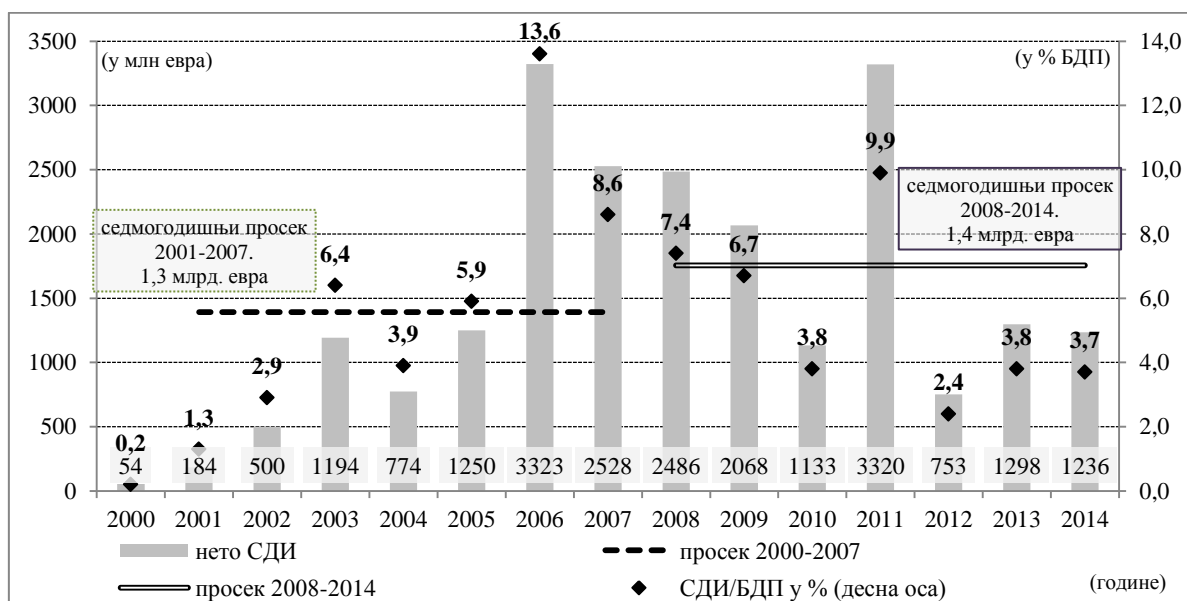
Извор: Калкулације на основу података НБС.

Као и у случају почетних година реформи осталих привреда у транзицији, највећи део улазних СДИ у Србију био је резултат процеса приватизације, око 90%.

послодавца; делатност домаћинства која производе робу и услуге за сопствене потребе и U–Делатност екстериторијалних организација и тела.

<sup>409</sup> Сегментација на примарни, секундарни и терцијарни сектор производње је извршена према степену финализације производа и услуга. Примарни сектор: Пољопривреда, лов, шумарство, рибарство. Секундарни сектори: Прерађивачка индустрија, Рударство, Грађевинарство. Терцијални сектори: Саобраћај, Трговина, Туризам и угоститељство, Финансијске и делатности осигурања и Остале делатности.

Мањи део су биле тзв. гринфилд инвестиције (*енг.* greenfield investments), које су облик инвестирања који највише доприноси економском расту економије у коју се улаже, услед низа доказаних позитивних ефеката на домаћу привреду. На наредном графикону је приказан нето прилив СДИ у Србији у периоду 2000–2014. године, уз учешће СДИ у БДП–у по годинама. Вредност и динамика кретања СДИ у посматраном периоду су неравномерни по годинама, под утицајем унутрашњих и спољних фактора. Период пре избијања глобалне економске кризе карактерише значајан прилив капитала из иностранства, док је након 2008. године прилив капитала успорен. У периоду до 2005. године највећи део СДИ био је усмерен у приватизације предузећа успешних сектора делатности привреде,<sup>410</sup> као и у приватизације банака. Тада је највећи део СДИ био усмерен ка приватизацији, а знатно мање у нове инвестиционе пројекте.<sup>411</sup> И у наредном периоду је знатно мањи прилив гринфилд инвестиција, док је тек од 2011. године удео СДИ у секторе прерађивачке индустрије, који су водећа окосница разменљивих добара, почео незнатно да расте.



**Графикон 6.5**

**Нето СДИ у Републици Србији (у млн евра) и учешће у БДП–у, 2000–2014. године**

Напомена: Нето СДИ представљају разлику улагања домаћих резидената у иностранство и страних резидената у Србију.

Период 2000–2006. године према ВРМ5 а период 2007–2014. године према ВРМ6.

Извор: Калкулације на основу података Народне банке Србије, 2015. године.

<sup>410</sup> Приватизација компанија из прехранбене индустрије, производње пива, дувана, као и металопрерађивачке индустрије и производње цемента.

<sup>411</sup> Претежно у секторе некретнина и трговине, што је неповољно са дугорочно одрживог раста јер се ради о СДИ усмереним у неразменљиве секторе привреде, који су усмерени на унутршње тржиште без стимулативног ефекта на повећање извоза.

Просечан годишњи прилив СДИ у периоду 2000–2007. године износи око 5,1% БДП–а, док у периоду 2008–2014. године износио 5,4% БДП–а. У складу са новом методологијом ММФ–а, односно, применом Приручника за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције бр. 6 ММФ–а, НБС је почев од априла 2014. године,<sup>412</sup> кориговала начин обрачуна Платног биланса, при чему је и исказивање позиције страних директних инвестиција измењено. Главне измене унете код СДИ се односе на начин обрачуна, јер је новом методологијом у позицију СДИ укључена реинвестирана добит и побољшан обухват података преласком на директно извештавање. Корекција СДИ је извршена и ширим обухватом међукомпанијских кредита и њиховом рекласификацијом из ставке остале инвестиције у ставку директне инвестиције. СДИ се приказују на „брuto“ основи (актива и пасива). Актива је улагање резидената у иностранство, док пасива представља улагања нерезидената у Србију. Нето страна директна улагања представљају разлику нето активе и нето обавеза, што указује да негативан предзнак нето страних директних инвестиција указује на већи прилив по основу улагања нерезидената у Србију од одлива по основу улагања резидената у иностранство.

У наредној табели је приказано кретање ставки СДИ у Србији, у периоду 2007–2014. године, односно улазни и излазни токови као и нето прилив СДИ, према новој методологији ВРМ6. Просечан годишњи раст нето СДИ, у периоду 2007–2014. године износио је 90,3%, при чему је просечно годишње повећање улагања у акцијски капитал износило 65,2%. Акцијски капитал страних предузећа у Србији се, у периоду од почетка глобалне економске кризе смањивао по годинама, при чему је тек 2014. године забележен раст у односу на претходну годину (нето прилив 283,0 млн евра). Просечан годишњи износ реинвестиране добити страних компанија у Србији у периоду 2007–2011. године износио је 17,0 млн евра, док је у периоду 2012–2014. године значајније повећан и износи 148,0 млн евра, што указује на озбиљну заинтересованост постојећих инвеститора да одрже пословање у Србији и очекивања да ће бити побољшани услови пословања у наредним годинама. Ипак, неопходно је уложити додатне напоре како би се нова улагања страног акцијског капитала повећала у наредним годинама, као и вредност гринфилд инвестиција, односно улагања у нова постројења и опрему.

---

<sup>412</sup> Уредба Европске комисије бр. 555/2012, од 22. јуна 2012. године, прописала је обавезну примену ВРМ6 у земљама чланицама ЕУ, при чему је исказано очекивање и од земаља које су у процесу придруживања да ускладе методологију. (Commission Regulation EU No 555/2012).  
Линк: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:166:0022:0066:EN:PDF>.



Табела 6.2

## Токови СДИ, према типу инвестиција, 2007–2014. године

Године:	Изразне СДИ из Србије (Нето повећање финансијске aktive)							
	Власнички капитал		Реинвестирана добит		Остали капитал/ Дужнички инструменти		Укупно	
	(у млн евра)	(Индекс)	(у млн евра)	(Индекс)	(у млн евра)	(Индекс)	(у млн евра)	(Индекс)
2007.	676,00		15,00		0,00		691,00	
2008.	186,00	27,51	15,00	100,00	24,00		226,00	32,71
2009.	40,00	21,51	-17,00	-113,33	9,00	37,50	32,00	14,16
2010.	143,00	357,50	-7,00	41,18	8,00	88,89	145,00	453,13
2011.	122,00	85,31	78,00	-114,29	24,00	300,00	225,00	155,17
2012.	42,00	34,43	118,00	151,28	96,00	400,00	256,00	113,78
2013.	12,00	28,57	132,00	111,86	106,00	110,42	250,00	97,66
2014.	34,00	283,33	195,00	147,73	35,00	33,02	264,00	105,60
Просечан раст:		65,24		...		106,49		87,16
Улазне СДИ у Србију (Нето повећање финансијских обавеза)								
	Власнички капитал		Реинвестирана добит		Дужнички инструменти		Укупно	
	(у млн евра)	(Индекс)	(у млн евра)	(Индекс)	(у млн евра)	(Индекс)	(у млн евра)	(Индекс)
2007.	1414,00		636,00		1169,00		3219,00	
2008.	1590,00	112,45	238,00	37,42	883,00	75,53	2711,00	84,22
2009.	1189,00	74,78	-30,00	-12,61	941,00	106,57	2100,00	77,46
2010.	794,00	66,78	-12,00	40,00	496,00	52,71	1278,00	60,86
2011.	1836,00	231,23	680,00	-5666,67	1029,00	207,46	3544,00	277,31
2012.	-268,00	-14,60	427,00	62,79	850,00	82,60	1009,00	28,47
2013.	642,00	-239,55	465,00	108,90	442,00	52,00	1548,00	153,42
2014.	986,00	153,58	453,00	97,42	62,00	14,03	1500,00	96,90
Просечан раст:		..		...		65,74		89,67
Нето прилив, по сегментима СДИ								
	Власнички капитал		Реинвестирана добит		Дужнички инструменти		Укупно	
	(у млн евра)	(Индекс)	(у млн евра)	(Индекс)	(у млн евра)	(Индекс)	(у млн евра)	(Индекс)
2007.	738,00		621,00		1.169,00		2528,00	
2008.	1.404,00	190,12	223,00	35,96	859,00	73,45	2486,00	98,30
2009.	1.148,00	81,81	-13,00	-5,74	932,00	108,56	2068,00	83,22
2010.	650,00	56,64	-5,00	37,67	488,00	52,33	1133,00	54,79
2011.	1.714,00	263,47	602,00	-	1.004,00	205,85	3320,00	292,94
2012.	310,00	-18,10	309,00	51,33	754,00	75,11	753,00	22,68
2013.	630,00	-202,97	332,00	107,62	336,00	44,55	1298,00	172,38
2014.	951,00	-151,04	258,00	77,57	27,00	8,11	1236,00	95,22
Просечан раст:		...		...		...		90,28

Напомена: Власнички капитал осим реинвестиране добити.

Извор: НБС, Статистика, Платни биланс, Београд, 2015. године. Приступ 2. новембра 2015. године.

Линк: [http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni\\_bilans.html](http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni_bilans.html).

На основу поређења података са осталим земљама у региону и ЦЕ5 може се констатовати да је Србија, у периоду од 2001. године, остварила релативно добар резултат привлачења СДИ, при чему тренд нето прилива СДИ прати трендове у осталим земљама. Међутим, у периоду након глобалне економске кризе, Србија је, разлику од контролне групе земаља ЦЕ5, и даље у процесу приватизације те је већина СДИ и даље усмерена у приватизационе понуде (*енг.* brownfield улагања). На другој страни, СДИ у земљама ЦЕ5<sup>413</sup> су биле усмерене ка отварању нових производних погона и представљају најпожељнији облик СДИ улагања за једну земљу (*енг.* greenfield улагања). Изузетно стимулативна инвестициона кампања<sup>414</sup> која се спроводи на националном нивоу, од 2006. године, ипак није резултирала значајнијим приливом СДИ у односу на земље региона, при чему је овакав систем привлачења инвестиција дугорочно неодржив с обзиром на снажан фискални притисак и потребу консолидације јавних финансија. Стога је неопходно у наредним годинама пронаћи алтернативне механизме повећања атрактивности Србије као инвестиционе дестинације, јер је неспорно да су СДИ један од важних механизма да повећање производње, извоза, запослености, стабилизацију платног биланса, као и стабилан привредни раст. У том смислу је неопходно ојачати институционални амбијент земље, смањивати политичке ризике пословања, побољшати макроекономску стабилност,<sup>415</sup> и унапредити услове пословања за све привредне субјекте.<sup>416</sup> Стога је препоручљиво даљи механизам привлачења СДИ базирати на индиректним механизмима подстицаја за све видове инвестирања, у виду пореских олакшица, ослобађања од плаћања накнада за грађевинско земљиште, опремања земљишта неопходном инфраструктуром и слично. Страни инвеститори се, приликом улагања у једну земљу превасходно руководе

---

<sup>413</sup> У којима је процес приватизације завршен.

<sup>414</sup> Стратегија привлачења СДИ путем директних подстицаја инвеститорима на основу прописаних критеријума. Од 2006. године донет је већи број Уредби о условима и начину привлачења директних инвестиција на годишњем нивоу. Средства су се додељивала за инвестиције у производним секторима и услугама које могу бити предмет међународне размене. Од 2010. године се посебно стимулише програм инвестирања у мање развијена и девастирана подручја, према нивоу развијености локалних самоуправа у односу на републички просек. Према подацима Агенције за страна улагања и промоцију извоза Србије (СИЕПА), у периоду до краја 2013. године програмом је одобрено око 289,9 млн евра, од чега је око 75% страним инвеститорима, чиме је просечна вредност субвенција за стране инвеститоре по једном радном месту износила око 4.693,0 евра.

<sup>415</sup> У овом сегменту се посебно наглашава потреба смањења спољног и јавног дуга Србије и смањења дефицита текућег рачуна платног биланса.

<sup>416</sup> У сегменту унапређења услова пословања посебно се истиче потреба побољшања места Србије на ранг листи земаља коју једном годишње објављује Светска банка у публикацији „Doing Business“. Линк: <http://www.doingbusiness.org/>.

макроекономском стабилношћу, одрживом инфраструктуром, стабилним политичким системом и институционалном развијеношћу.

## 5. Финансијска тржишта и текући рачун платног биланса у Републици Србији

Дефицит текућег рачуна платног биланса<sup>417</sup> Србије био је релативно висок од почетка транзиције, као и код осталих земаља у транзицији током прве деценије друштвено–економских промена. Висок дефицит текућег рачуна карактерише већи део транзиционог периода Србије који је обухваћен анализом (2000–2014. године), али уз позитивне помаке смањења дефицита у периоду након 2012. године.

Платни биланс је преглед трансакција које резиденти једне земље у току године обаве са резидентима других земаља, односно иностранством.<sup>418</sup> Платни биланс обезбеђује увид у све трансакције с иностранством и прорачун задужености земље, на основу чега се конципира спољнотрговинска, економска и монетарна политика једне националне економије. Податке о кретањима позиција у платном билансу Србије прикупља и објављује Народна банка Србије<sup>419</sup> уз надлежност Републичког завода за статистику Србије у домену трговине робом. Од априла 2014. године, НБС прикупља податке и приказује платни биланс Србије у сагласности с Приручником за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције ММФ–а из 2009. године, шесто издање (ВРМ6)<sup>420</sup> како би статистика платног биланса и међународне инвестиционе позиције Србије била усклађена са променама званичног методолошког концепта ММФ–а и ЕУ.<sup>421</sup> Овим се обезбеђује упоредивост података међу земљама као и упоредивост платног биланса са другим повезаним статистикама.<sup>422</sup>

Негативан салдо домаћег текућег рачуна платног биланса је условљен, у највећој мери, кретањима у спољнотрговинском билансу, који је током анализираних периода био у дефициту услед високе увозне тражње, подстакнуте растом потрошње

---

<sup>417</sup> Иако се ради о рачуноводственој категорији, неопходно је пажљиво анализирати компоненте биланса плаћања које, уз шири сет макроекономских показатеља (попут кретања БДП-а, производње, запослености и других индикатора) омогућавају да се сагледају тенденције једне привреде у наредним годинама. Ову област је неопходно сагледати у средњорочном и дугорочном периоду, јер се дефицит текућег рачуна на дужи рок мора снизити, како би држава одржала способност отплате спољног дуга.

<sup>418</sup> Методологија израде платног биланса, према ВРМ5 је објављена 2006. године у оквиру едиције НБС Методолошки материјали. (Савић & Пинкуљ, 2006).

<sup>419</sup> Подаци о платнобилансним позицијама се могу преузети на линку:

[http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni\\_bilans.html](http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni_bilans.html)

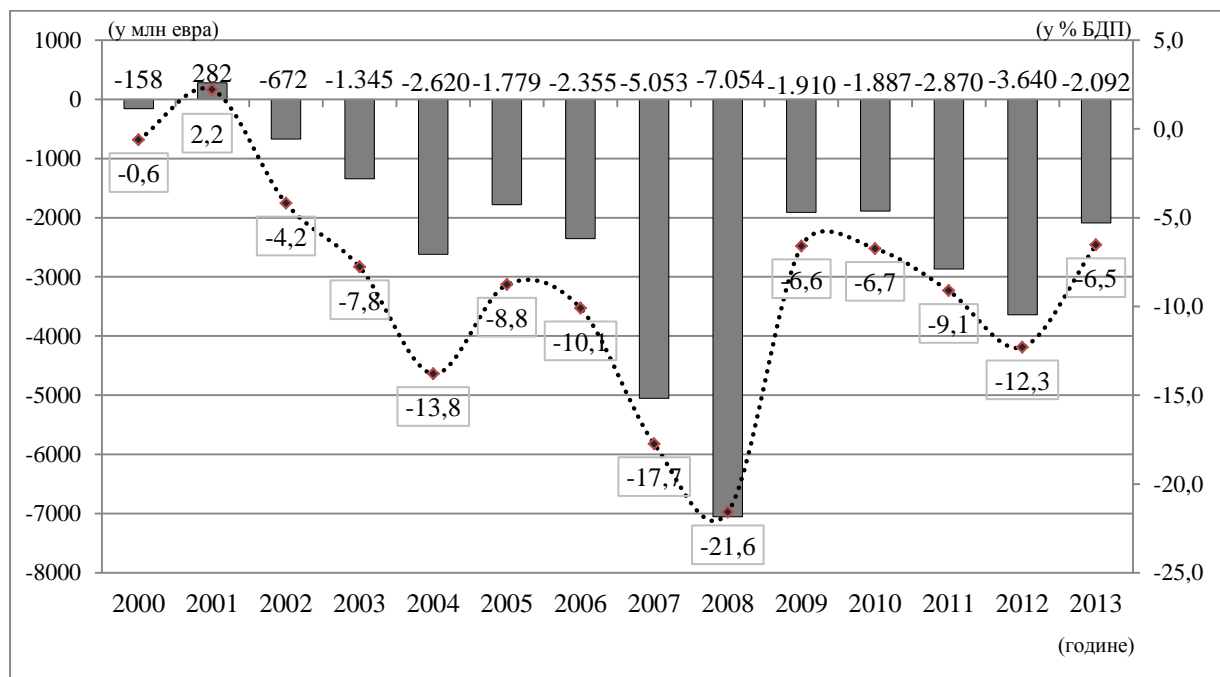
<sup>420</sup> Шесто издање Приручника за израду платног биланса и међународне инвестиционе позиције (ВРМ6) се може преузети са линка: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>.

<sup>421</sup> Примена је обавезна за све земље чланице ЕУ као и препоручена за земље у процесу придруживања на основу Уредбе Европске комисије бр. 555/2012, од 22. јуна 2012. године.

<sup>422</sup> Посебно са Системом националних рачуна (SNA) који од 2014. године прелази на нову методологију (ESA 2010).

на домаћем тржишту. Позитиван допринос кретању текућег рачуна пружају позиције секундарног дохотка (текући трансфери, посебно прилив дознака из иностранства) и биланса услуга које су у суфициту, док је позиција дефицита примарно условљена кретањима у робном билансу и билансу примарног дохотка.<sup>423</sup> Текући рачун се најчешће изражава преко индикатора који исказује учешће биланса текућег рачуна у БДП–у, што је основа за поређење међу земљама. Према ставовима економиста пожељно је да се дефицит биланса текућег рачуна креће око 5% БДП–а у дугом року, при чему високо учешће дефицита указује да у једној националној економији постоји опасност од немогућности измирења обавеза по основу задужења у иностранству и настанак кризе.

На наредном графикону су приказане вредности текућег рачуна платног биланса Србије у периоду 2000–2013. године, уз учешће салда текућег рачуна платног биланса у БДП–у (десна оса). Највеће учешће дефицита текућег рачуна у БДП–у остварено је у периоду непосредно након отпочињања кризе (2008. године), што је условило кредитни аранжман са ММФ–ом.



**Графикон 6.6**

**Текући рачун платног биланса Србије, 2000–2014. године и учешће у БДП–у**

Напомена: Период 2000–2006. године према ВРМ5. Период 2007–2013. године ВРМ6.

Извор: Подаци Народне банке Србије.

<sup>423</sup> Компоненте текућег рачуна биланса плаћања су: спољнотрговински биланс размене роба и услуга, биланс примарног дохотка (биланс дознака, накнаде за запослене, доходак од инвестиција и остали примарни доходак) и биланс секундарног дохотка (трансферна плаћања државе и осталих сектора: финансијски сектор, нефинансијски сектор, домаћинства и невладине организације).

Основни разлог аранжмана је чињеница да је приступ јавног и приватног сектора међународним тржиштима капитала био ограничен, услед губитка поверења страних инвеститора у способност домаће привреде да враћа кредите. С обзиром да приватни сектор, услед презадужености, није имао приступа изворима капитала, држава је отпочела нови циклус задуживања, што је водило расту јавног дуга. Јавни дуг Србије је порастао за 11,4 млрд евра у периоду 2008–2013. године. Последњег дана 2014. године јавни дуг Србије је износио 22,8 млрд. евра (Министарство финансија, 2015).<sup>424</sup> Споразум је потписан како би се предупредио и зауставио пад динара, криза банкарског сектора и бекство капитала из земље. У периоду од последњег дана децембра 2008. године, закључно са 2013. годином укупан спољни дуг Србије је порастао за више од 4,8 млрд. евра, са 21,0 млрд евра 2008. године на 25,8 млрд евра последњег дана 2013. године. У овом периоду је, према подацима Народне банке Србије, спољни дуг приватног сектора смањен за 1,8 млрд евра, док је спољни дуг јавног сектора повећан за 6,6 млрд евра.

Раст домаће тражње у периоду након 2000. године, који је водио и убрзаном расту увоза у земљу и повећаном задуживању приватног сектора,<sup>425</sup> истовремено је водио и нарушавању платнобилансних равнотежа, односно повећању дефицита биланса плаћања.<sup>426</sup> Спољни дуг приватног сектора (предузећа, банака и физичких лица) је последњег дана 2000. године износио 877,0 млн евра. Растуће задуживање у периоду до краја 2008. године резултирало је износом спољног дуга приватног сектора, последњег дана 2008. године од 14,4 млрд евра, што је просечан годишњи раст спољног дуга приватног сектора од 39,9%. Након оствареног суфицита текућег рачуна 2001. године, у вредности 282,0 млн евра, Србија је у периоду до 2008. године, бележила раст годишњих вредности дефицита текућег рачуна што је, уз просечан годишњи раст од 48%, указивало да се платнобилансне неравнотеже повећавају.

Постепен темпо раста дефицита у периоду 2002–2006. године, кулминирао је наглим растом дефицита већ 2007. године (5,5 млрд евра) и повећањем учешћа дефицита у БДП–у на ниво од 17,7%. Погоршање дефицита последица је, највећим делом, погоршаног биланса робне размене услед динамичнијег раста увоза робе и услуга, али и већих издвајања на име отплате камате и сервисирања целокупног дуга

<sup>424</sup> Линк: <http://www.mfin.gov.rs/pages/article.php?id=11671>.

<sup>425</sup> Калкулације на основу података НБС.

<sup>426</sup> Према расположивим подацима НБС (ВРМ5) за 2000. годину, дефицит платног биланса Србије је 2000. године износио 158,0 млн евра, док је 2008. године (ВРМ6) био чак 45 пута веће вредности, и износио 7,1 млрд евра.

земље,<sup>427</sup> уз смањење прилива дознака из иностранства.<sup>428</sup> Међугодишњи раст дефицита текућег рачуна у 2007. години, био је делимично, уз наведене факторе, и последица успоравања раста извоза,<sup>429</sup> док је увоз робе одржао високу стопу раста (од 18,6% међугодишње). Оваква кретања у 2007. години, била су најаве даљег раста учешћа дефицита текућег рачуна у БДП–у 2008. године на максималних 21,6% БДП–а, у целокупном транзиционом периоду обухваћеном анализом. Овакви параметри, услед утицаја последица глобалне економске кризе и неефикасног темпа транзиционих промена, покренули су питање дужничке кризе у Србији и условили кредитни аранжман са ММФ–ом,<sup>430</sup> који је био неопходан с обзиром да је приступ јавног и приватног сектора међународним тржиштима капитала био ограничен, услед губитка поверења страних инвеститора у способност домаће привреде да враћа кредите.<sup>431</sup> С обзиром да приватни сектор услед презадужености није имао приступа изворима капитала, држава је отпочела с циклусом новог задуживања.<sup>432</sup>

<sup>427</sup> Кретање расхода за отплату камата и прорачун учешћа у БДП–у, према подацима Министарства финансија и РЗС, приказани су у наредној табели.

Године:	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
Отплата камата (у млн евра)	...	...	...	...	...	212,8	359,2	223,8
Учешће у БДП (у %)	%	%	%	%	%	1,0%	1,5%	0,8%
Године:	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Отплате камата (у млн евра)	200,4	238,2	331,8	439,5	602,9	835,6	981,8	...
Учешће у БДП (у %)	0,6%	0,8%	1,1%	1,3%	1,9%	2,4%	3,0%	%

Извор: Прорачун на основу података Министарства финансија и Народне банке Србије.

<sup>428</sup> Према расположивим подацима НБС (ВРМ6) прилив дознака из иностранства је 2007. године износио 2,1 млрд евра, док је 2000. године (ВРМ5) износио 512,0 млн евра.

(у млрд евра) \ Године:	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
Дознаке из иностранства	0,5	0,4	0,5	0,6	0,7	1,0	2,4	2,1
Године:	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Дознаке из иностранства	1,8	2,7	2,4	2,1	2,0	2,2	1,9	2,1

Извор: Народна банка Србије.

<sup>429</sup> Успоравање извоза 2007. године, последица је деловања спољних фактора.

<sup>430</sup> Више информација о Стендбај аранжману са ММФ–ом 2009. године на линку: [http://www.nbs.rs/internet/cirilica/40/40\\_1/40\\_1\\_3/index.html](http://www.nbs.rs/internet/cirilica/40/40_1/40_1_3/index.html).

<sup>431</sup> Као што је наведено, основни разлози потписивања споразума су предупредјење и заустављање даљег слабљења динара, кризе банкарског сектора и бекства капитала из земље.

<sup>432</sup> У периоду од последњег дана септембра 2008. године, закључно са последњим даном децембра 2013. године, спољни дуг Србије (СД) је порастао за више од 5,0 млрд. евра, са 20,5 млрд. евра (око 64,6% БДП–а) септембра 2008. године на 25,7 млрд. евра последњег дана децембра 2013. године (80,7% БДП–а). Извор: НБС „Анализа дуга Републике Србије“ извештаји за 2009. и 2013. годину. Линк: <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/90/dug/index.html>.

Године:	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
Спољни дуг (у млрд евра)	10,4	11,3	9,7	9,98	9,6	12,5	14,3	17,4
Учешће у БДП (у %)	38,0%	81,5%	56,7%	53,4%	48,1%	59,3%	58,3%	59,0%
Јавни сектор СД (у млрд евра)	9,5	10,3	8,7	8,6	7,3	7,9	6,6	6,3
Учешће у БДП (у %)	34,8%	74,4%	50,7%	45,6%	36,4%	37,6%	27,1%	21,4%
Јавни дуг, ** укупно (у млрд евра)	4,1	3,9	4,1	4,2	4,1	4,3	3,8	3,4
Учешће у БДП (у %)	201,2%	97,7%	68,3%	61,7%	52,6%	50,2%	35,9%	29,9%
Приватни сектор *** СД (у млрд евра)	0,98	1,1	1,1	1,5	2,4	4,7	7,7	11,1

У 2009. години, као последица депресијације динара, наглог смањења домаће тражње и израженог утицаја екстерних фактора услед глобалне економске кризе, покривеност увоза извозом у робној размени достигла је 52,6%, али уз изразито смањење вредности извоза и увоза (смањење извоза од 19,7%, односно, увоза за 30,4%) у односу на 2008. годину.<sup>433</sup> Реално међугодишње смањење БДП–а од 3,1% 2009. године и смањење извоза и увоза роба и услуга, за 16,0% и 28,3% међугодишње респективно,<sup>434</sup> резултирали су мањим учешћем дефицита текућег рачуна у БДП–у који је троструко смањен на 6,6%, у односу на претходну годину. Износ средстава неопходних за сервисирање спољног дуга од 3,9 млрд. евра, повећан је за 327,2 млн евра у односу на 2008. годину, а учешће отплате дуга је порасло на 12,8% БДП–а.<sup>435</sup> Сервисирање спољног дуга је достигло највеће учешће у извозу роба и услуга (у периоду 2005–2014. године) од 48,8%. Расходи на име камата, у консолидованом буџету државе, су достигли 238,2 млн евра у 2009. години.

Реалан раст привреде у 2011. години од 1,4% у односу на 2010. годину, праћен је растом извоза и увоза роба и услуга од 17% и 16% респективно, и дефицитом текућег рачуна од 10,9% БДП–а. Дефицит робне размене је повећан за 16% у односу на

Учешће у БДП (у %)	3,6%	7,9%	6,6%	8,1%	12,2%	22,2%	31,6%	37,7%
Године:	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	
Спољни дуг (у млрд евра)	20,98	22,3	23,5	24,1	25,6	25,7	25,8	
Учешће у БДП (у %)	62,3%	72,7%	79,0%	72,2%	80,9%	75,1%	77,4%	
Јавни сектор <sup>*</sup> СД (у млрд евра)	6,6	7,8	9,1	10,8	12,2	13,2	14,1	
Учешће у БДП (у %)	19,5%	25,3%	30,6%	32,3%	38,5%	38,4%	42,6%	
Јавни дуг, <sup>**</sup> укупно (у млрд евра)	3,2	4,1	4,6	5,4	6,5	7,1	8,2	
Учешће у БДП (у %)	28,3%	32,8%	41,8%	45,4%	56,2%	59,6%	71,0%	
Приватни сектор <sup>***</sup> СД (у млрд евра)	14,4	14,5	14,4	13,3	13,4	12,6	11,6	
Учешће у БДП (у %)	42,8%	47,3%	48,4%	39,9%	42,5%	36,7%	34,8%	

Напомена: <sup>\*</sup> Спољни дуг јавног сектора Републике Србије обухвата дугорочни и краткорочни дуг државе (у који је укључен дуг Косова и Метохије по кредитима који су закључени пре доласка мисије КФОР–а, нерегулисани дуг према Либији и клириншки дуг према бившој Чехословачкој), Народне банке Србије, локалне самоуправе, фондова и агенција које је основала држава и дуг за који је издата државна гаранција. <sup>\*\*</sup> Јавни дуг Републике Србије, централног нивоа власти. <sup>\*\*\*</sup> Спољни дуг приватног сектора Републике Србије обухвата дугорочни и краткорочни дуг банака, предузећа и осталих сектора, за који није издата државна гаранција. Спољним дугом приватног сектора нису обухваћени кредити закључени пре 20. децембра 2000. по којима се не врше плаћања (944,3 млн евра, од чега се 423,3 млн евра односи на домаће банке, а 520,9 млн евра на домаћа предузећа) (Министарство финансија и Народна банка Србије).

<sup>433</sup> Извор: Прорачун на основу података Републичког завода за статистику.

<sup>434</sup> Извор: Прорачун на основу података Народне банке Србије.

<sup>435</sup> Учешће отплате дуга у БДП–у и извозу робе и услуга и вредности неопходне за сервисирање спољног дуга у еврима, у периоду 2005–2014. године су приказане у наредној табели:

Године:	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
(у млрд евра)	1,1	2,5	3,0	3,6	3,9	3,5	4,2	4,1	4,5	4,7
(у % БДП)	5,0	10,3	10,3	10,7	12,8	12,0	12,4	13,1	13,3	14,2
(у % извоза)	19,8	36,3	37,5	37,5	48,8	37,5	37,3	36,1	32,6	32,7

Извор: НБС.



2010. годину, док је биланс услуга био у суфициту од 154,0 млн евра. Расходи за исплату камата су повећани на 331,8 млн евра, у консолидованом билансу државе. У 2012. години је одржано смањење прилива послатих дознака из иностранства које за започело од 2010. године (2,0 млрд евра). У дефициту текућег рачуна платног биланса је током 2012. године поново забележено повећање на 11,6% БДП-а.<sup>436</sup> Ово повећање се, у првој половини 2012. године приписује високој предизборној фискалној потрошњи, али и инвестиционом циклусу у нафтној и аутомобилској индустрији, који су заокружени и у највећој мери су се рефлектуирали кроз динамичан раст извоза током 2013. године. Извоз роба је 2013. године био 53,7% изнад преткризног нивоа, док је увоз био 4,3% испод преткризног нивоа.<sup>437</sup> Покривеност увоза извозом у спољнотрговинској размени робе је била највећа 2013. године и достигла рекордних 72%.<sup>438</sup> Такође расте и степен отворености домаће привреде који указује на значај спољнотрговинске робне размене у односу на БДП, а 2013. године је износио 92,6%.<sup>439</sup> Ефекти инвестиција у ауто и нафтној индустрији су током 2013. и 2014. године исцрпљени, што је утицало на успоравање темпа привредних кретања Србије у 2014. години уз међугодишње смањење БДП-а од 1,8%. Било је јасно да је смањење спољног дефицита неопходно у наредним годинама. Основни узрок изразито високог спољнотрговинског дефицита Србије у периоду 2000–2008. године је превелика јавна потрошња, коју је карактерисала висока увозна зависност, на шта указује забележена велика и растућа вредност увоза у посматраном периоду. Уз ниску вредност домаћег извоза, услед недостатка структурних реформи које би побољшале конкурентску позицију домаћих производа на иностраном тржишту, спољнотрговински дефицит Србије је константно растао.<sup>440</sup> У оваквим околностима се отвара питање утицаја курса

<sup>436</sup> Након смањења у 2009. и 2010. години.

<sup>437</sup> У односу на вредност извоза и увоза робе у 2008. години.

<sup>438</sup> Услед међугодишњег раста извоза робе од 26% и увоза од 4,7%. Покривеност увоза извозом у периоду 2000–2015. године је приказана у наредној табели.

Године:	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Покривеност увоза извозом у робној размени	51%	44%	41%	45%	39%	48%	51%	45%
Године:	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Покривеност увоза извозом у робној размени	45%	52%	59%	60%	60%	72%	72%	73%

Извор: Прорачун на основу података НБС.

<sup>439</sup> Степен отворености домаће економије се добија количником збира извоза и увоза и БДП-а у одређеној години.

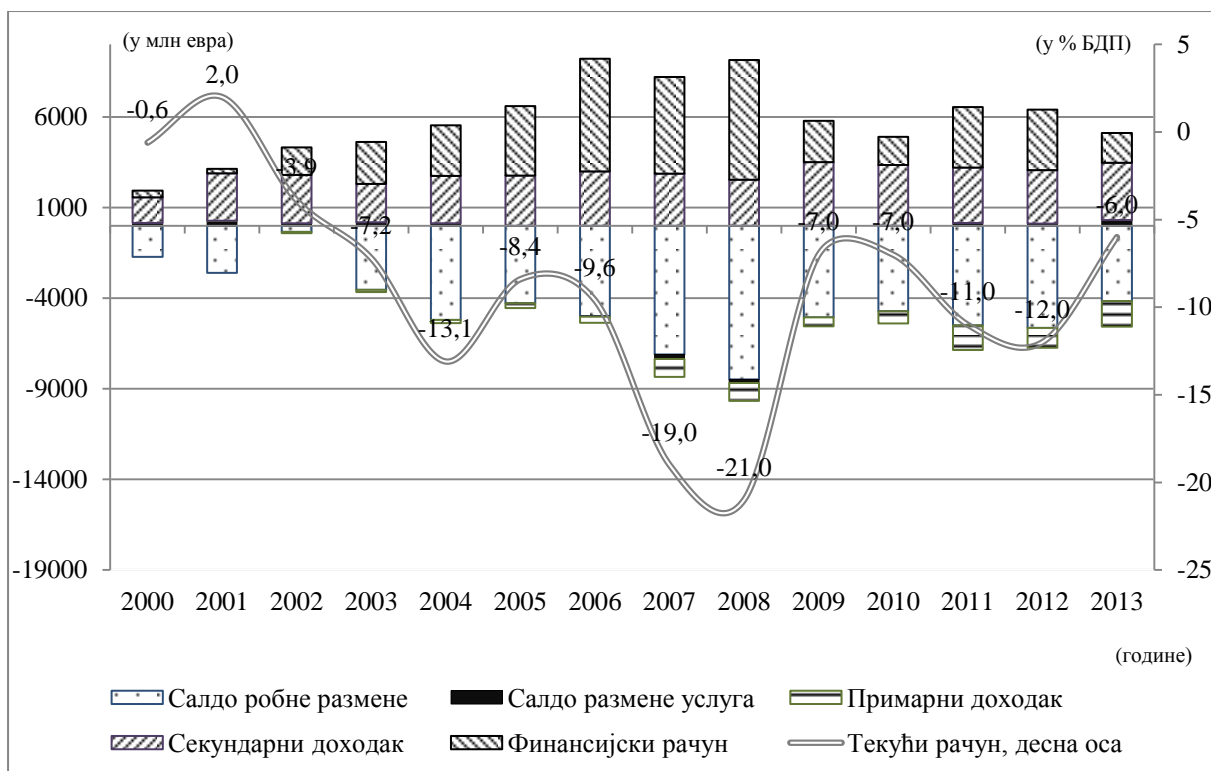
<sup>440</sup> Емпиријска анализа НБС из 2008. године, за период 2001–2007. године представља покушај одређивања у којој мери монетарна политика утиче на спољнотрговински биланс, тестирањем везе између увозно–извозног јаза и јаза реалног курса. Резултати су показали да постоји веза између јаза реалног курса и извоза добара и услуга, при чему ап्रेसијацијски јаз доводи до негативног извозног јаза,

на платни биланс, односно, могућност деловања на салдо спољнотрговинске размене. Дугорочни тренд реалног девизног курса одређен је развијеношћу земаља, односно разликама у њиховим нивоима продуктивности, при чему је посебно важно нагласити да се смањење спољног дефицита не остварује само депресијацијом динара, већ и смањењем домаће тражње и фискалног дефицита.

На наредном графикану су приказане компоненте текућег рачуна биланса плаћања, односно салда пет рачуна: рачуна робне размене са иностранством, рачуна размене услуга, примарни доходак (салдо дохотка према методологији ВРМ5 за период 2000–2006. године), секундарни доходак (салдо текућих трансфера према методологији ВРМ5 за период 2000–2006. године) и салдо финансијског рачуна. Позиције биланса које укупан салдо одржавају у позицији дефицита јесу управо висок дефицит робне размене и примарни доходак (салдо размене дохотка са иностранством).

---

и обрнуто (коэффициент еластичности је статистички значајан и износи  $-0,48$ , што значи да апресијација реалног курса од  $1\%$  узрокује смањење извоза од  $0,48\%$ ). Између јаза реалног курса и јаза укупног увоза није пронађена корелација (коэффициент еластичности није статистички значајан), што се објашњава чињеницом да највећи део увоза чине опрема и репроматеријал (око  $80\%$ ) чија је увозна тражња у највећој мери детерминисана производним потребама привреде, а у знатно мањој мери реалним курсом. Међутим, уколико се посматра веза увоза потрошних добара (која чине око  $20\%$  укупног увоза) и реалног девизног курса уочава се корелација, уз коэффициент еластичности од  $1,23$ . Како збир дугорочних коэффицијената еластичности тражње за увозом и извозом износи  $0,72$  ( $0,24+0,48$ ), Маршал–Лернер услов није задовољен (према Маршал–Лернеровој теореме, девалвација доводи до побољшања у платном билансу само ако је збир еластичности домаће тражње за увозном робом и иностране тражње за домаћом робом већи од  $1$ ). То указује да утицај вишег курса на смањење увоза зависи од еластичности домаће тражње за увозном робом, на повећање извоза зависи од еластичности стране тражње за домаћом робом) што значи да депресијација (апресијација) није моћно средство у борби са дефицитом спољнотрговинског биланса. Депресијација номиналног девизног курса не значи аутоматски раст извоза и пад увоза, јер је праћена инфлацијом која ће ову промену неутралисати у реалном износу. Анализа НБС је показала да монетарна политика, преко јаза реалног курса, има утицаја на увоз потрошних добара и укупан извоз, али је тај утицај само краткорочан. Дугорочно одрживо повећање извоза зависно је пре свега од ефикасности спроведених структурних реформи којима се повећава конкурентност привреде земље (Драгутиновић, 2008).

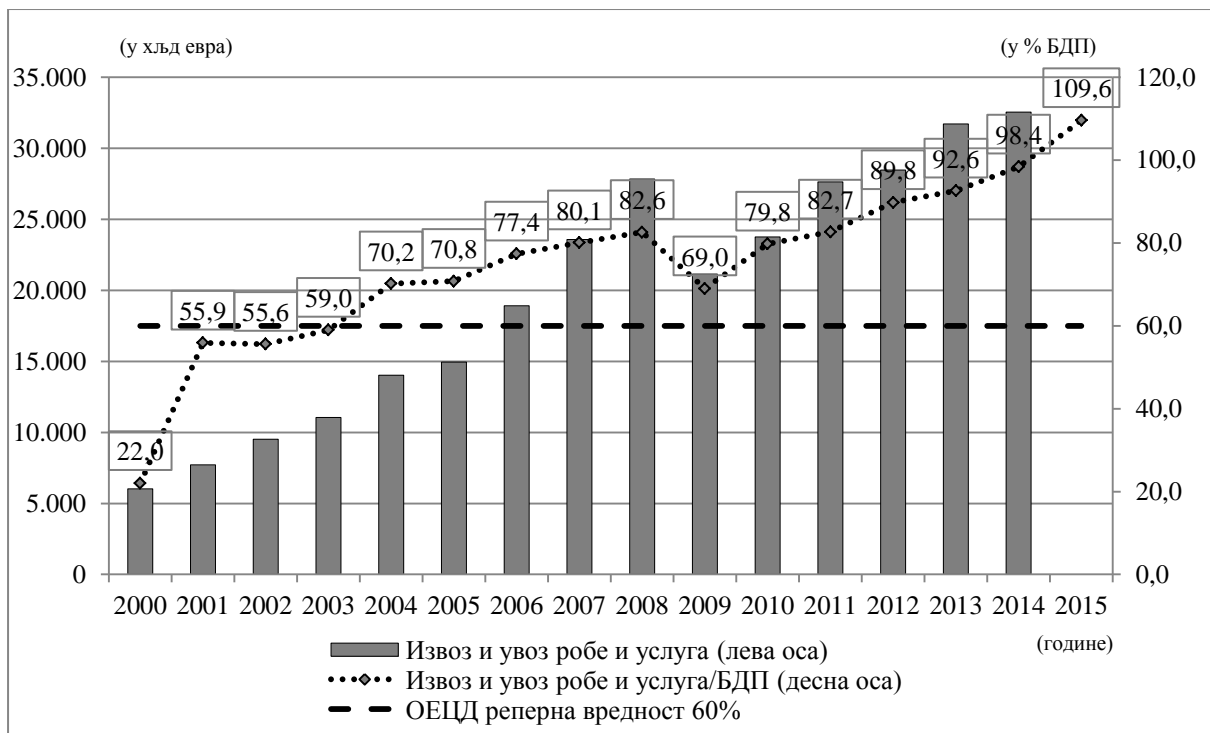


**Графикон 6.7**  
**Компоненте текућег биланса плаћања Србије и финансијски рачун,**  
**2000–2014. године, учешће у БДП у %**

Извор: Подаци Народне банке Србије.

О утицају спољнотрговинске размене робе и услуга на кретање биланса плаћања у периоду од 2000. године, додатно указује и кретање отворености националне привреде према иностранству. Отвореност привреде, која указује на слободу пословања стране конкуренције на домаћем тржишту, уједно омогућава испољавање позитивних ефеката економских интеграција. На наредном графикону је приказано кретање отворености домаће привреде у периоду након 2000. године. Према параметрима ОЕЦД–а, једна национална привреда је отворена према свету, када вредност спољнотрговинске размене робе и услуга премаши ниво од 60% БДП–а.<sup>441</sup>

<sup>441</sup> Спољнотрговинска размена обезбеђује националним привредама међународну специјализацију, могућава трансфер иновација и повећава избор потрошача. Отвореност тржишта према глобалној конкуренцији може пружити значајан подстицај за алокацију ресурса у правцу најпродуктивније употребе. Светска банка је објавила да је, током деведесетих година двадесетог века, реални доходак по становнику у земљама у развоју растао три пута брже у земљама које су више снизиле трговинске баријере, у односу на оне које су процес либерализације трговине реализовале спорим темпом. (OECD, 2010).



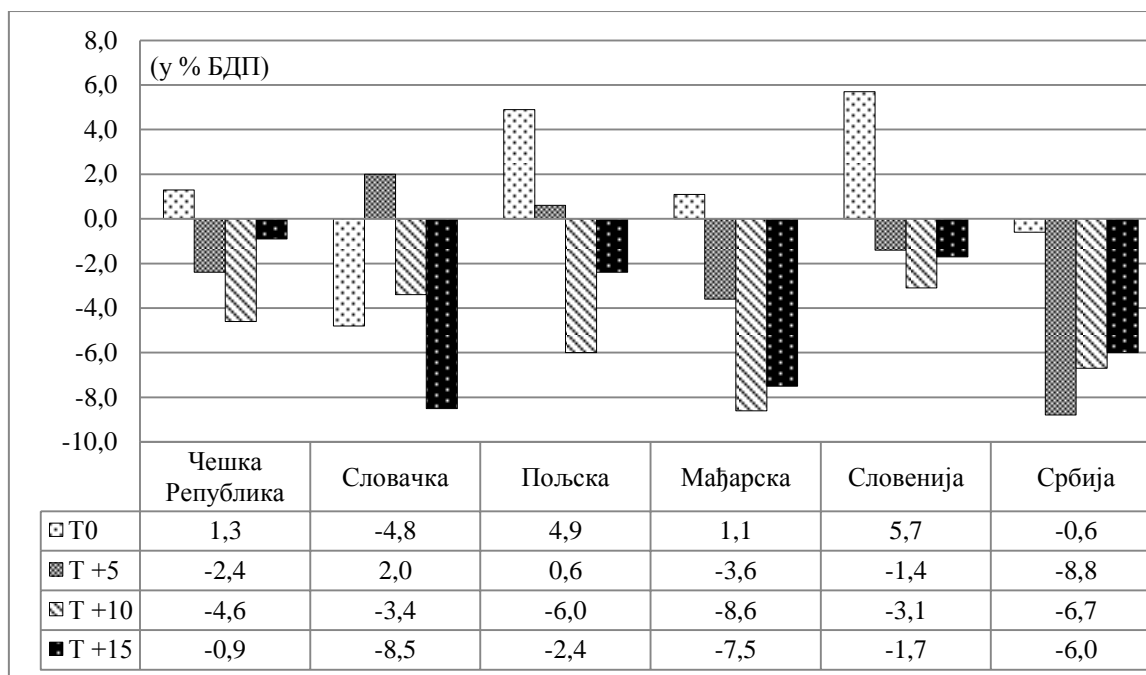
**Графикон 6.8**

**Степен отворености економије Србије у периоду 2000–2015. године**

Напомене: Отвореност привреде је количник збира извоза и увоза робе и услуга и вредности БДП-а.  
Извор: Калкулације на основу података НБС и РЗС.

На наредном графикону је приказано учешће дефицита биланса текућих трансакција у БДП-у за земље ЦЕ5 и Србију, према периоду транзиције. Период  $T_0$  за ЦЕ5 је 1990. година, али с обзиром да нису доступни подаци за све земље коришћени су расположиви подаци. Као пета година транзиције односно период  $T+5$  односи се на 1995. годину, док се за десету годину од почетка транзиционог периода за ЦЕ5 користио податак за 2000. годину, а за Србију податак за 2010. годину. Дефицити биланса текућих трансакција у свим земљама су се побољшали од почетка кризе, и 2014. године, Словачка, Мађарска и Словенија су оствариле суфицит текућег рачуна платног биланса, док су у Чешкој и Пољској забележени ниски износи дефицита с веома малим учешћем у БДП-у. И у Србији је од 2013. године услед изразитог раста извоза аутомобилске индустрије и успоравања увоза, учешће дефицита биланса текућег рачуна у БДП-у смањено на 6,1%, а 2014. године на 6% БДП-а.<sup>442</sup>

<sup>442</sup> Према пројекцијама Народне банке Србије у трећем кварталу 2015. године, учешће дефицита текућег рачуна БДП-у Србије у 2015. години износиће 4,6%, колико се пројектује и за 2016. годину.



**Графикон 6.9**  
**Текући рачун платног биланса земаља ЦЕ5 и Србије**  
 (у % БДП-а)

*Напомене:* Подаци по годинама нису доступни за све земље. Као почетна  $T_0$  година су узете различите године: 1990. година (Пољска и Мађарска), 1992. година (Словенија), 1993. година (Чешка Република и Словачка) и 2000. година (Србија).

*Извор:* Графикон урађен на основу података и пројекција ММФ-а.

Један од кључних приоритета економске политике је смањење дефицита текућег биланса на одржив ниво од око 3% до 5% БДП-а. Позитиван утицај на смањење спољног дефицита се остварује у извозно оријентисаним делатностима, али је Србија и даље изразито зависна од прилива страног капитала, чије смањење може довести до нестабилности на девизном тржишту. Стога је неопходно указати на потребу јачања конкурентности домаћег извоза, и политику привредног раста заснованог на извозу робе и услуга, а не засновану на тражњи као водећем мотору привредног раста као у периоду до 2008. године. У овом погледу је неопходно ојачати ресурсе у правцу идентификације сектора с најјачим извозним перформансама и потенцијалима за освајање нових тржишта.

Повољан утицај на смањење дефицита текућег рачуна платног биланса на ниво нижи од 6% БДП-а, зависиће од капацитета привреде за одржавање високе вредности извоза и даљи раст у наредним годинама, уз мере фискалне консолидације и очекивани

привредни опоравак у зони евра (посебно у најзначајнијим спољнотрговинским партнерима Србије).<sup>443</sup>

---

<sup>443</sup> Пројекције привредних кретања у земљама Европске уније, представљају податке Евростата и преузете су са сајта: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>.

## **ПОГЛАВЉЕ VII**

### **ПЕРСПЕКТИВЕ РАЗВОЈА ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА У СРБИЈИ НА БАЗИ ИСКУСТАВА ЗЕМАЉА ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ (ЦЕ5)**

Перспективе развоја финансијских тржишта у Србији се могу сагледати на основу искуства земаља Централне Европе (ЦЕ5), с тим да је неопходно обухватити и утицај глобалне економске кризе. Анализа утицаја финансијског система на привредни раст није могућа без осврта на ризике и потенцијале развоја финансијског система у савременим условима. При том је неопходно указати на све специфичности транзиционог развоја финансијског система кроз који су прошле земље Централне Европе, али и анализирати савремен глобални финансијски систем и глобалну економску кризу. Анализа је неопходна услед чињенице да је пред Србијом, на путу ка придруживању Европској унији, исти процес усаглашавања регулативе и развоја институција, који су прошле реперне државе Централне Европе. Глобална економска криза резултирала је нарастајућим проблемима свих земаља Европе, при чему се преливање негативних ефеката на земље Централне Европе, врши с временским кашњењем, што не умањује проблеме и неизвесности у вођењу економске политике, пред којима се налазе ове земље али и Србија. Финансијско тржиште у Србији је на ниском нивоу развијености, док је глобална криза у великој мери успорила раст понуде кредита банкарског сектора и ограничила даљи развој, иначе плитког, финансијског тржишта. Интензитет глобалне финансијске кризе, која се у Србију прелила почев од последњег квартала 2008. године, указао је на потребу системског приступа регулацији финансијског система, имајући у виду да су трошкови финансијске кризе веома високи. Одржавање финансијске стабилности захтева конципирање одговарајућег регулаторног оквира који укључује институције, правила и процедуре.

Стога је у овом делу дисертације моделирана веза између нивоа развијености елемената финансијског система и показатеља квалитета макроекономских перформанси, на примеру земаља ЦЕ5 и Србије. Период посматрања зависи од доступности података за сваку од варијабли по обсервираним земљама. Анализа са јасно прецизираним детерминантама нивоа развијености елемената финансијског система и показатеља квалитета макроекономских перформанси у земљама ЦЕ5 добра је полазна основа за формулисање смерница даљег развоја финансијских тржишта и финансијског система у Србији, на бази искуства наведених бивших социјалистичких

земаља, које су од 2004. године чланице Европске уније. Србија је отпочела преговоре о приступању ЕУ 21. јануара 2014. године,<sup>444</sup> при чему су прва поглавља отворена 12. децембра 2015. године (Поглавља 32 и 35, која покривају области финансијског надзора и нормализације односа Београда и Приштине). Посебна област која је пред Србијом, Поглавље 9, уређује област финансијских услуга, чијим затварањем ће се остварити стабилан и интегрисан финансијски систем и постићи већа сигурност корисника финансијских услуга, уз ширу понуду финансијских услуга на тржишту. Најважнији циљеви ЕУ у овој области су одржавање финансијске стабилности и обезбеђење адекватне заштите свих учесника у финансијском систему (инвеститори, осигураници и потрошачи) (ЕУ инфо центар, 2015: 16–17). Овом области су обухваћена правила за добијање дозволе, као и рад и надзор финансијских институција и регулисаних тржишта, области банкарства, осигурања, реосигурања, добровољних пензијских фондова, тржишта капитала и инфраструктура финансијског тржишта. Поглавље 9 уређује и област заштите потрошача финансијских услуга и сарадњу свих тела задужених за надзор финансијског тржишта. Посебно се утврђују захтеви за одобравање, пословање и пруденцијални надзор кредитних институција и адекватности капитала банака и осталих кредитних институција. Формулишу се правила додатног надзора финансијских конгломерата, као и правила за одобравање, пословање и надзор над привредним друштвима за животно и неживотно осигурање и додатни надзор послова осигурања.

Другу фазу транзиције, која представља нови почетак процеса транзиције Србије ка тржишној привреди од 2000. године, карактерише веома сложена и тешка позиција, након деценијске изолације привреде (период 1990–1999. године). О неповољној економској ситуацији у 2000. години, најбоље сведоче вредности основних

---

<sup>444</sup> Процес приступања Србије Европској унији од 2000. године обележавају следећи значајни датуми: 8. октобар 2000. године: Савезна Република Југославија улази у Процес стабилизације и придруживања (ПСП); децембар 2000. године: ЕУ проширује Аутономне трговинске мере на СРЈ (укида царину на увоз робе из СРЈ); јул 2001. године: одржан први састанак „Консултативне радне групе“ с циљем да се припреми студија изводљивости за СРЈ (увод у преговор за Споразум о стабилизацији и придруживању); април 2005. године: СЦГ добија позитивну оцену о Извештају о спремности СЦГ за преговоре о закључивању Споразума о стабилизацији и придруживању са ЕУ (Студија изводљивости); 13. јун 2007. године: наставак Преговора о закључењу Споразума о стабилизацији и придруживању између Европске уније и Србије; 29. април 2008. године: потписан Споразум о стабилизацији и придруживању између Европске уније и Србије; 1. јануар 2009. године: Србија почела са применом Прелазног трговинског споразума између Србије и ЕУ; 19. децембар 2009. године: безвизни режим са ЕУ ступио на снагу; 22. децембар 2009. године: Србија поднела захтев за пријем у чланство ЕУ; 1. септембар 2013. године: ЕУ завршава процес ратификације ССП; 21. јануар 2014. године: Прва међувладина конференција између Србије и ЕУ одржана је у Бриселу, чиме су отпочели приступни преговори на политичком нивоу; 14. децембар 2015. године: Друга међувладина конференција између Србије и ЕУ одржана у Бриселу уз отворена два од 35 преговарачких поглавља (поглавља 32 и 35).



макроекономских показатеља домаће привреде, који су у највећој мери били лошији у односу на вредности основних параметара 1989. и 1990. године. Бруто домаћи производ, који је основни индикатор укупних економских активности на нивоу земље, 2000. године је износио 870,1 долара (World Bank, 2016) и био је четири пута мањи у односу на 1990. годину, када је у текућим доларима износио 3.823,0 долара (FEFA, 2008: 12). Вредност спољнотрговинске робне и размене услуга била је значајно смањена 2000. године у односу на 1989. годину. Према доступним подацима Републичког завода за статистику (Црномарковић, 2010: iii), укупна спољнотрговинска робна размена Србије (извоз+увоз) 1988. године износила је 9,7 млрд долара, док је 2000. године била дупло ниже вредности (4,9 млрд долара). Извоз робе и услуга је 1995. године износио 8,1% БДП–а, док је 2000. године достигао свега 9,9% БДП–а (World Bank, 2016). Према доступним подацима Народне банке Србије, вредност укупне спољнотрговинске размене робе и услуга је 2000. години износила 5,6 млрд долара, док је 1997. године била 1,5 пута већа у вредности 8,1 млрд долара (Народна банка Србије, 2016). За период пре 1997. године нису расположиви подаци на сајту НБС. Овај период карактерише изразито висока задуженост земље, чији је спољни дуг 2000. године износио 11,6 млрд евра (Народна банка Србије, 2016), док је јавни дуг био 14,2 млрд евра (Министарство финансија, 2016). Јасно је да је оваква слика представљала веома незадовољавајуће стање у којем се земља налазила. Сектор привреде се суочавао са бројним проблемима у пословању, као и неликвидношћу и сложенем регулативом која је оптерећивала свакодневне пословне операције. Ефикасност пословања банкарског сектора је такође била ниска, уз велики број несолвентних банака и исказане губитке у пословању. Ова фаза транзиције (период након 2000. године) се може поделити на период пре и после глобалне економске кризе. Привредни раст који је остварен у периоду 2000–2008. године био је вођен значајним растом домаће тражње као и увозом роба и услуга, што је довело до раста дефицита текућег рачуна биланса плаћања, услед снажног раста увоза који је био у великој мери сконцентрисан на добра широке потрошње, а недовољно на производе за репродукцију и машине и опрему. Иако је, према подацима РЗС, увоз производа за репродукцију износио око 61% увоза у периоду 2001–2009. године, увоз није био праћен растом индустријске производње. Разлог су чињенице да је нереалан курс динара утицао да неки производи из увоза буду јефтинији од домаћих, као и да је изванредан део производа за репродукцију био коришћен у широкој потрошњи

(Црномарковић, 2010: vii). Просечан годишњи раст увоза робе и услуга, на основу података из платног биланса Републике Србије за период 2000–2008. године достигао је 22%. Поређења ради, просечан годишњи раст извоза робе и услуга у периоду 2009–2015. године износио је 0,5%. Задуженост приватног сектора у иностранству је расла, што се одразило на раст спољног дуга. Овакав сценарио је водио неодрживом расту задужености и поклопио се, у последњем кварталу 2008. године, са почетком преливања последица глобалне економске кризе на финансијски и привредни систем у Србији. Утицај глобалне економске кризе и смањени прилив капитала у периоду након 2009. године, представљају нови талас екстерних околности које су неповољно утицале на опоравак привредних активности у Србији, и одразиле се на вредности основних макроекономских параметара на националном нивоу. У оваквим околностима су и услови одржавања стабилности домаћег финансијског система, који је заснован на посредовању банака, додатно отежани. Стога је стратегијски циљ јачања финансијског система у Србији очување потенцијала раста и стабилности банкарског сектора али уз повећање конкурентности свих облика финансијског посредовања. Посебно значајан сегмент реформи обухвата и системе директног финансирања, посебно развој институционалних механизма за емитовање дужничких хартија од вредности приватног (и јавног) сектора, чиме би се додатно стимулисало финансирање инвестиција, као једног од два најважнија агрегата бруто домаћег производа у наредним година.

Уважавајући ове чињенице у овом делу докторске дисертације најпре је урађена компаративна анализа транзиционих индикатора Србије и пет селектованих земаља Централне Европе (ЦЕ5). Затим је извршена компаративна анализа показатеља развијености елемената финансијског система у Србији и ЦЕ5 и њихова веза са показатељима квалитета макроекономске перформансе. На крају је моделирана веза између нивоа развијености финансијских тржишта и привредног раста у пет селектованих земаља Централне Европе, како би се на основу њиховог искуства указало на перспективе развоја финансијских тржишта у Србији.

## 1. Компаративна анализа транзиционих индикатора Србије и пет селектованих земаља Централне Европе

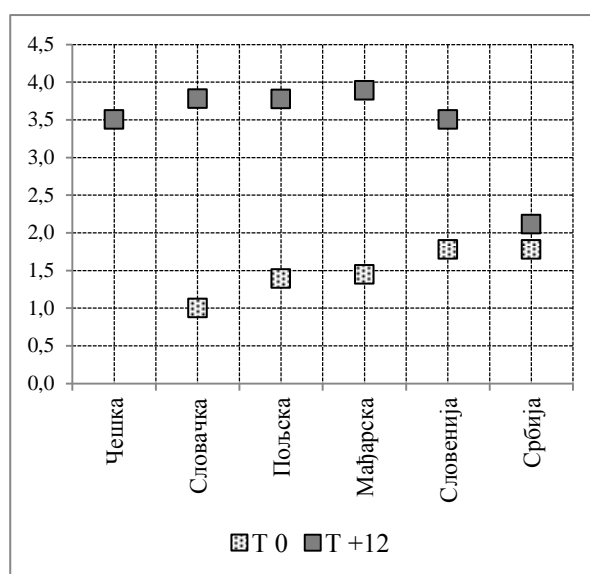
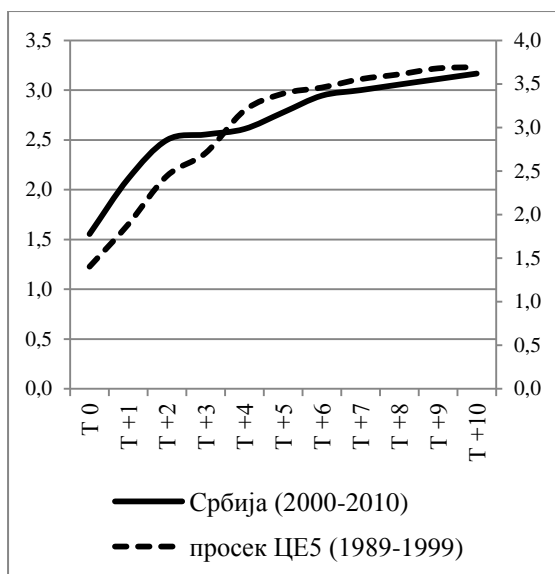
Европска банка за обнову и развој (EBRD)<sup>445</sup> објављује транзиционе индикаторе<sup>446</sup> земаља у транзицији почев од 1998. године. На наредном графикону су приказане оцене транзиционих индикатора Србије и земаља ЦЕ5. Ради упоредивости индикатора приказано је кретање од почетних година транзиционог процеса који за Србију обухвата период од 2000. године, а на нивоу просека за ЦЕ5 период од 1989. године. Са графикана 7.1а) се може уочити да је Србија, током прве четири године транзиционог периода (2000–2003. године), остваривала боље вредности показатеља у односу на почетни четворогодишњи просек земаља ЦЕ5 (за период 1989–1992. године), након чега заостаје у наредном седмогодишњем периоду (Србија: 2004–2010. године у односу на ЦЕ5: 1993–1999. године). На слици 7.1б) је приказана вредност транзиционих индикатора у првој и тринаестој години од почетка транзиције по наведеним земљама. Уочава се да је Србија, током посматраног периода, остварила најмањи раст транзиционог индикатора (са 1,8 на 2,1, односно за 0,3 поена или 17%). То указује на спорост и неефикасност транзиционих реформи у Србији током периода 2000–2013. године, као и неопходност да се ситуација значајно унапреди у наредном периоду.

---

<sup>445</sup> European Bank for Reconstruction and Development (EBRD). Линк: [www.ebrd.org](http://www.ebrd.org).

<sup>446</sup> Транзициони индикатори Европске банке за обнову и развој обухватају оцену шест области у земљама у транзицији: приватизацију великих предузећа, приватизацију малих предузећа, управљање и реструктурирање предузећа, либерализацију цена, либерализацију трговине и девизног курса и политику конкуренције.

Линк <http://www.ebrd.com/cs/Satellite?c=Content&cid=1395237866249&d=&pagename=EBRD%2FContent%2FContentLayout>.



а)

б)

**Графикон 7.1**

**Транзициони индикатори у првих десет и тринаест година транзиције  
(компарација просека за ЦЕ5 и Србију)**

Напомена: Просек за земље ЦЕ5 је без података за Чешку Републику.

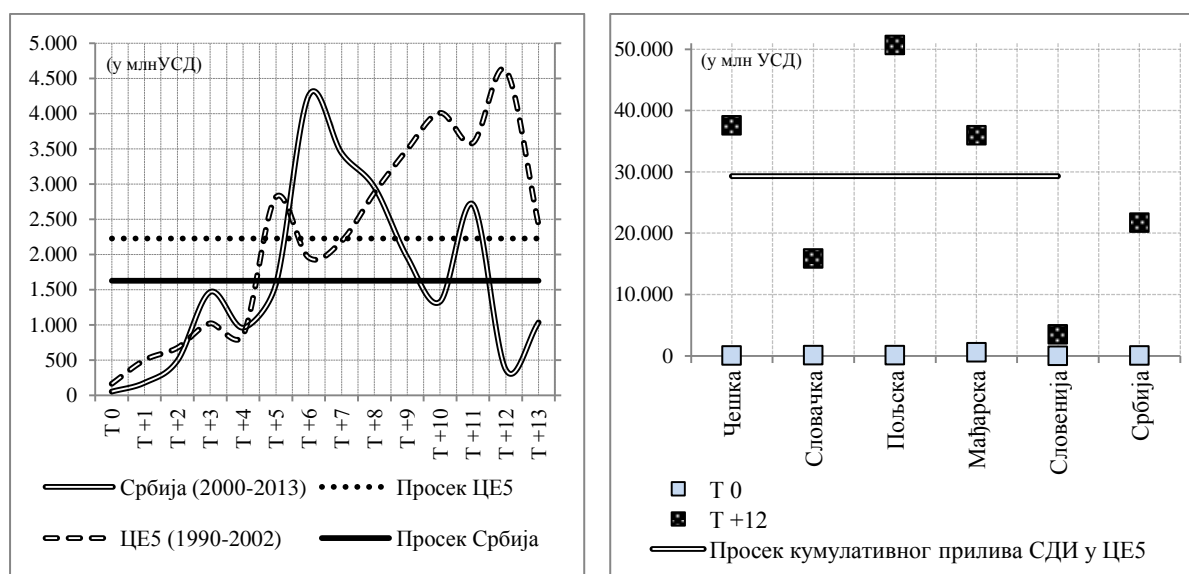
Извор: Калкулације на основу података „EBRD transition indicators.“

На наредним графиконима су представљене улазне СДИ<sup>447</sup> у земље ЦЕ5 и Србију, према подацима Уједињених нација (UNCTAD database, 2015). Након девете године транзиције, у Србији је значајно успорен прилив СДИ, али се то приписује неповољним условима на глобалном финансијском тржишту у периоду након 2009. године, када је смањен прилив страних директних улагања у целом свету према свим сегментима (акцијски капитал, реинвестирани профит и међукомпанијски кредити), а посебно у земљама у транзицији (United Nations Conference on Trade and Development, 2010: хxi).<sup>448</sup> Током првих четрнаест година транзиције просечан годишњи прилив СДИ по земљи у ЦЕ5 је износио 2,2 млрд долара, док је у Србији био скоро дупло мањи и износио око 1,3 млрд долара. На графикону 7.2а) је приказан годишњи прилив СДИ у ЦЕ5 (просек) и Србију. Уочава се да је од девете године транзиције прилив

<sup>447</sup> Улазне СДИ су исказане у милионима долара, с обзиром да је обухваћен период од 1990. године за земље ЦЕ5.

<sup>448</sup> Прилив СДИ у земљама у развоју и земљама у транзицији је опао за 27% у 2009. години и износио је 548 млрд долара. Регионално посматрано, у 2009. години је први пут, након осмогодишњег периода континуираног раста, прилив СДИ у земље југоисточне Европе и Заједнице независних држава смањен на 69,9 млрд долара, што представља смањење од 43% у односу на 2008. годину. Прилив СДИ у земље југоисточне Европе од 2000. године, посебно је био усмерен у сектор банкарства и вођен процесом приватизације и реструктурирања финансијског сектора ових земаља. Ова улагања су резултирала значајним учешћем страног власништва у имовини банака на крају 2008. године, које је износило готово 90%. Према оцени УН, стране банке су одиграле позитивну улогу у региону ЈИЕ, током глобалне финансијске кризе.

СДИ у Србију био значајно мањи у односу на просечан прилив у ЦЕ5 (2,4 пута). На графикону 7.2б) је приказана вредност улазних СДИ, по земљама, у првој години транзиције и кумулативан износ СДИ на крају тринаесте године транзиције. Уочава се да су све земље имале готово идентичну стартну позицију и ниске вредности улазних СДИ које нису прелазиле 1,0 млрд долара. Кумулативан износ СДИ на крају тринаесте године је био највиши у Пољској (око 50,0 млрд долара), док је просечан прилив СДИ у првих тринаест година транзиције по земљама ЦЕ5 износио 28,7 млрд долара, а у Србији 21,7 млрд долара.



а)

б)

**Графикон 7.2**

**Улазне СДИ, у првих тринаест година транзиције, у млн долара  
(компарација просека за ЦЕ5 и Србију)**

Напомена:

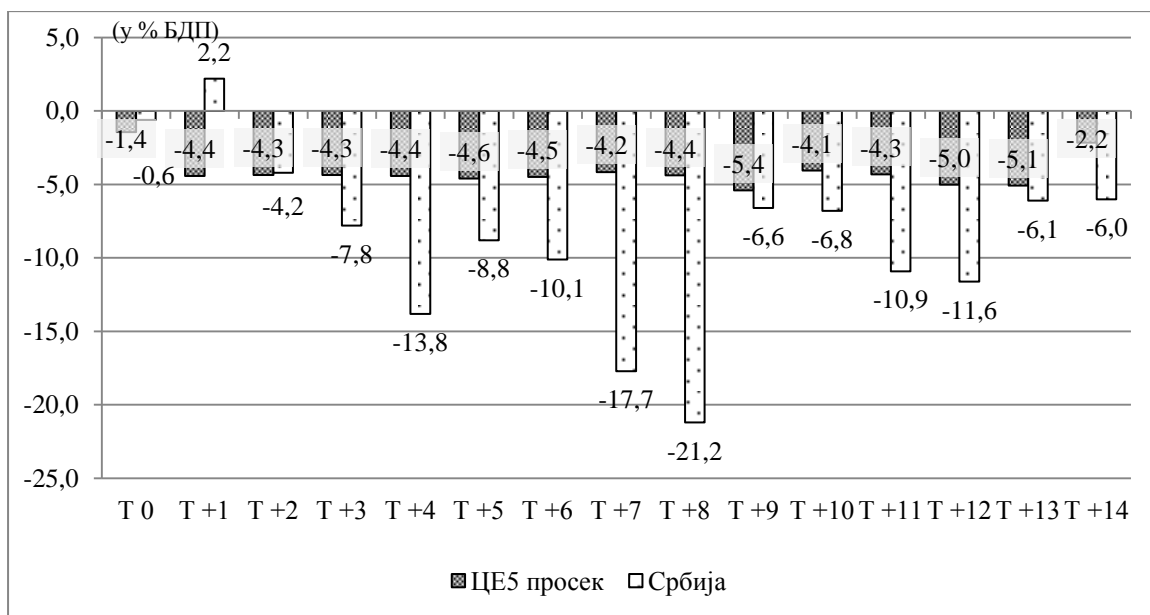
а) Просек улазних СДИ по годинама за ЦЕ5, у млн долара.

б) Улазне СДИ у првој години транзиције и кумулативне СДИ на крају T12 (за период од T0 до T12) по земљама, у млн долара.

Извор: Калкулације на основу података UNCTAD, FDI/TNC database (Линк: [www.unctad.org/fdistatistics](http://www.unctad.org/fdistatistics)).

На један од праваца развоја указује и сужавање дефицита текућих трансакција у платном билансу у посматраном периоду. На наредном графикону је приказано кретање текућег рачуна платног биланса у земљама ЦЕ5 и Србији, према подацима Светске банке и Народне банке Србије како би се сагледало кретање спољних неравнотежа. Уочава се да је дефицит текућег рачуна платног биланса у земљама ЦЕ5 био знатно умеренији у односу на велики раст дефицита у Србији од пете до осме године транзиције (2005–2008. године). Висок дефицит у Србији је био предвођен

великом потрошњом и наглим растом увоза у периоду пре глобалне економске кризе. Услед великог инвестиционог таласа у 2012. години, дефицит текућег рачуна платног биланса у Србији је смањен након 2013. године, посебно уз раст извоза и успоравање увоза у посматраном периоду. Према проценама НБС, дефицит текућег рачуна платног биланса је износио, у 2015. години, -4,8% БДП-а, док се за 2016. годину пројекција креће ка -4,4% БДП-а. Дефицит биланса текућег рачуна се смањује ка одрживом нивоу.



**Графикон 7.3**

**Текући рачун платног биланса, учешће у % у БДП,  
петнаестогодишњи просек за ЦЕ5 (1995–2009) и Србију (2000–2014)**

Напомена: Дефицит текућег рачуна за Србију према ВРМ6 у периоду 2008–2014. године.

Извор: Калкулације на основу података НБС и Светске банке.

Оваква кретања су, уз екстерне услове на глобалном плану, у великој мери условила одржавање финансијске стабилности у Србији и економски раст у наведеном посткризном периоду. Прилив капитала из иностранства је био скромнији у периоду након кризе, што се поклопило са губицима финансијског сектора и поштравањем регулаторних захтева у вези с пословањем финансијског система.

## 2. Компаративна анализа развијености елемената финансијског система Србије и пет селектованих земаља Централне Европе

Софистицираност финансијског система је важан показатељ мере у којој финансијски систем утиче на привредни раст. У условима јасне стратегије стимулације привредног раста, путем инвестирања и извоза, приступ услугама финансијског система и лакоћа њиховог коришћења у савременим условима пословања, у великој мери одређују темпо привредног развоја једне земље. Ефикасност финансијског система и коришћење финансијских услуга у оквиру постојећих транзиционих услова пословања представљају важну меру успеха националне стратегије повећања ефикасности пословања.

Анализом је обухваћено пет индикатора финансијског система којима се исказује величина и значај финансијских институција и финансијских тржишта у свакој националној економији. Одабрани индикатори указују на дубину финансијског система, односно параметар који одређује значај финансијског система у односу на целу привреду једне земље. Финансијска дубина представља меру величине банака и других финансијских институција и финансијских тржишта у једној земљи, у односу на меру економског аутпута, односно БДП–а националне привреде. У наредној табели су приказане варијабле које су коришћене у истраживању.

**Табела 7.1 Варијабле коришћене у анализи**

Назив варијабле	Ознаке	Извор податка	Период
Депозити финансијског система у односу на БДП (у%) Енг. Financial system deposits to GDP, %	GFDD.DI.08	Светска банка, ММФ	1994–2013
Кредити одобрени приватном сектору у односу на БДП (у%) Енг. Domestic credit to private sector, % of GDP	GFDD.DI.14	Светска банка, ММФ	1997–2013
Депозити банака у односу на БДП (у%) Енг. Bank deposits to GDP, %	GFDD.OI.02	Светска банка, ММФ	1994–2013
Капитализација берзе у односу на БДП (у%) Енг. Stock market capitalization to GDP, %	GFDD.DM.01	Светска банка, ММФ	1995–2012
Вредност трговања на берзи у односу на БДП (у%)	GFDD.DM.02	Светска банка,	1996–2012

Назив варијабле	Ознаке	Извор податка	Период
Енг. Stock market total value traded to GDP, %		ММФ	
БДП по становнику (у доларима) Енг. GDP per capita, constant 2005 US\$	NY.GDP.PCAP.KD	Светска банка	1990–2013
Индекс потршачких цена Енг. Inflation, consumer prices, annual %	FP.CPI.TOTL.ZG	Светска банка, ММФ	1988–2013
Биланс текућег рачуна Енг. Current account balance, BoP, current US\$	BN.CAB.XOKA.CD	Светска банка, ММФ	2005–2013
Нето прилив СДИ Енг. Foreign direct investment, net inflows, BoP, current US\$	BX.KLT.DINV.CD.WD	Светска банка, ММФ	1988–2013
Запосленост Енг. Employment to population ratio, 15+, total (%) (modeled ILO estimate)	SL.EMP.TOTL.SP.ZS	Светска банка, ММФ	1991–2013

Извор: Светска банка.

Први индикатор којим се исказује значај финансијског система у привреди представља *вредност депозита финансијског система у односу на БДП, у %*, (енг. Financial system deposits to GDP, %). Обухваћени су депозити по виђењу, орочени и штедни депозити у депозитним банкама и осталим финансијским институцијама, чија је вредност исказана као учешће у БДП–у. Наведене врсте депозита код финансијских институција као учешће у БДП–у, добијене су коришћењем модела дефлационирања податка:

$$\{(0.5)*[F_t/P_{et} + F_{t-1}/P_{et-1}]\}/[GDP_t/P_{at}] \quad (1)$$

у којој симболи имају следће значење:

F – депозити по виђењу, орочени и штедни депозити,

P<sub>e</sub> – Индекс потрошачких цена на крају периода,

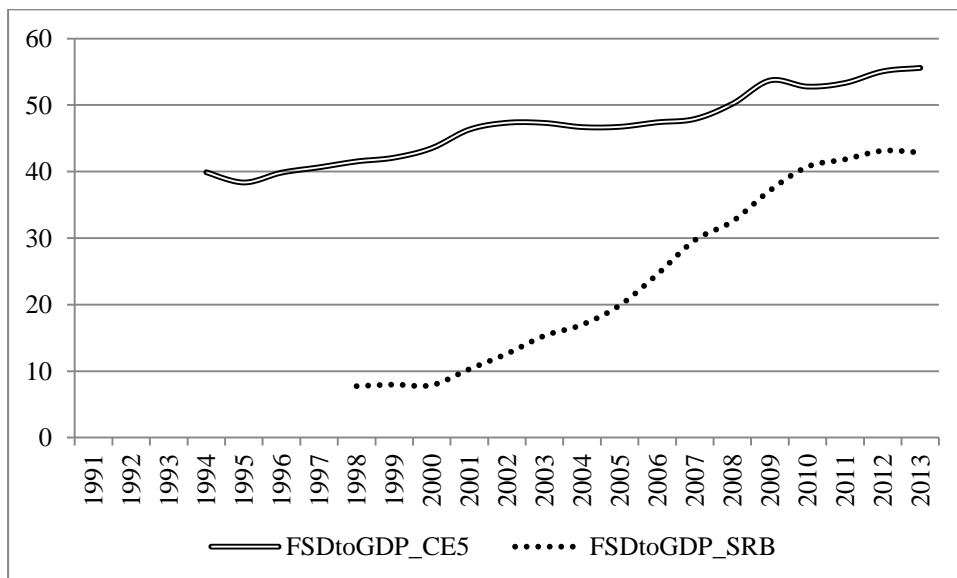
P<sub>a</sub> – Индекс потрошачких цена, просечна годишња вредност<sup>449</sup> који је добијен на основу месечних вредности индекса потрошачких цена и

GDP – БДП је исказан у локалној валути, према објављеној вредности у Међународној финансијској статистици.

<sup>449</sup> Користе се прикупљени подаци из електронске верзије ММФ међународне финансијске статистике. (IFS 24, 25, 44, 45, FOST и FOSD).



Серијски кôд у бази података Светске банке је GFDD.DI.08. Као метод агрегације овог податка коришћена је медијана, која представља средишњи скор у дистрибуцији и одваја горњу од доње половине једног низа. У бази је обухваћен период од 1961. године до 2013. године. Извор података је база Међународне финансијске статистике (енг. International Financial Statistics – IFS) у оквиру Међународног монетарног фонда. Кретање овог индикатора у периоду 1994–2013. године у земљама ЦЕ5 и Србији приказано је у наредном графикону. Учешће депозита финансијског система у БДП–у је било знатно веће у земљама ЦЕ5, међутим, разлика се смањила у периоду након глобалне економске кризе, услед бржег раста учешћа депозита у БДП–у у Србији.



**Графикон 7.4**  
**Депозити финансијског система, учешће у БДП–у, у %, просек за земље ЦЕ5 и Србија**

Извор: Калкулације на основу података Светске банке.

Други индикатор, водећа варијабла, која се приказује у процентима учешћа јесте *вредност кредита које банке одобре домаћем нефинансијском приватном сектору привреде* у односу на БДП у локалној валути током једне године (енг. Domestic credit to private sector, % of GDP).<sup>450</sup> Серијски кôд у бази података Светске банке је GFDD.DI.14.

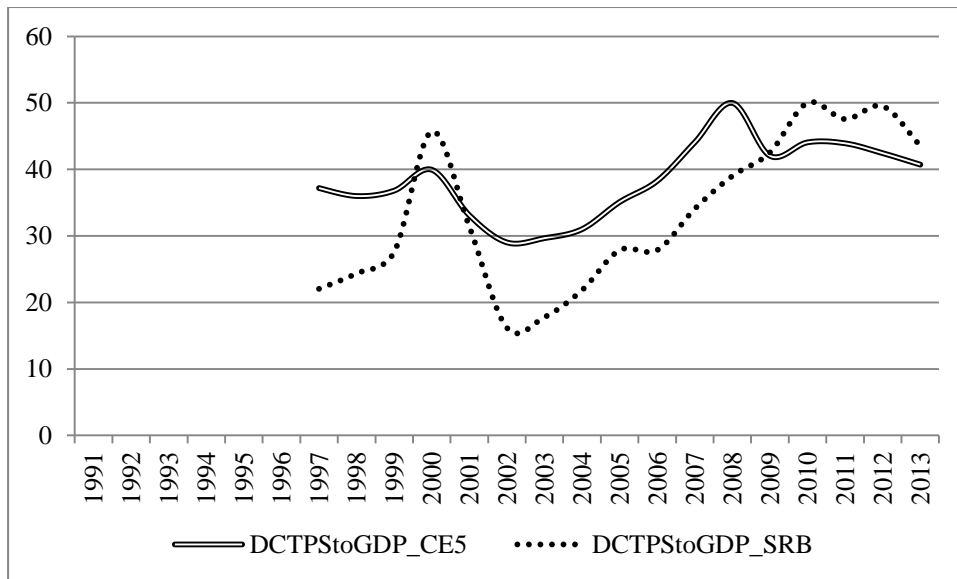
<sup>450</sup> Алтернатива овом индикатору је укупна актива банака у односу на БДП (енг. total banking assets to GDP) која се такође налази у бази. Иако је то свеобухватнија мера величине, с обзиром да обухвата

Важно је напоменути да кредити одобрени приватном сектору не обухватају кредите одобрене влади, државним агенцијама и јавним предузећима, као ни кредите које одобравају централне банке. Вредност ове варијабле се разликује између земаља, при чему постоји значајна корелација са нивоом дохотка<sup>451</sup> а изразито високе вредности имају земље Европе, Канада и Аустралија. Иако су истраживања углавном усмерена на улогу банака (с обзиром на доступност података) у оквиру мере дубине финансијског система неопходно је обухватити и остале небанкарске финансијске институције (енг. Non-bank financial institutions – NBFIs). Овим појмом су обухваћени пензиони фондови, заједнички фондови, осигуравајуће компаније које се баве животним и неживотним осигурањем. Ипак, подаци о овим институцијама су знатно мање свеобухватни у односу на податке о банкама, што је један од разлога зашто је податак о кредитима које одобравају банке коришћен у моделу. Појам финансијска структура представља однос величине финансијских институција према величини финансијских тржишта. Бројна истраживања у оквиру Светске банке су се бавила темом утицаја да ли и под којим условима финансијска структура утиче на економски развој економије. Важно је поменути да се финансијска структура значајно разликује међу земљама. Кретање овог индикатора у периоду 1997–2013. године у земљама ЦЕ5 и Србији приказано је у наредном графикону, са којег се може уочити да је учешће кредита одобрених приватном сектору у БДП–у Србије након 2009. године било веће у односу на просек за земље ЦЕ5.

---

кредите приватном сектору и влади као и осталу активу банака. Податак није у већој употреби с обзиром да је доступан за мањи број земаља.

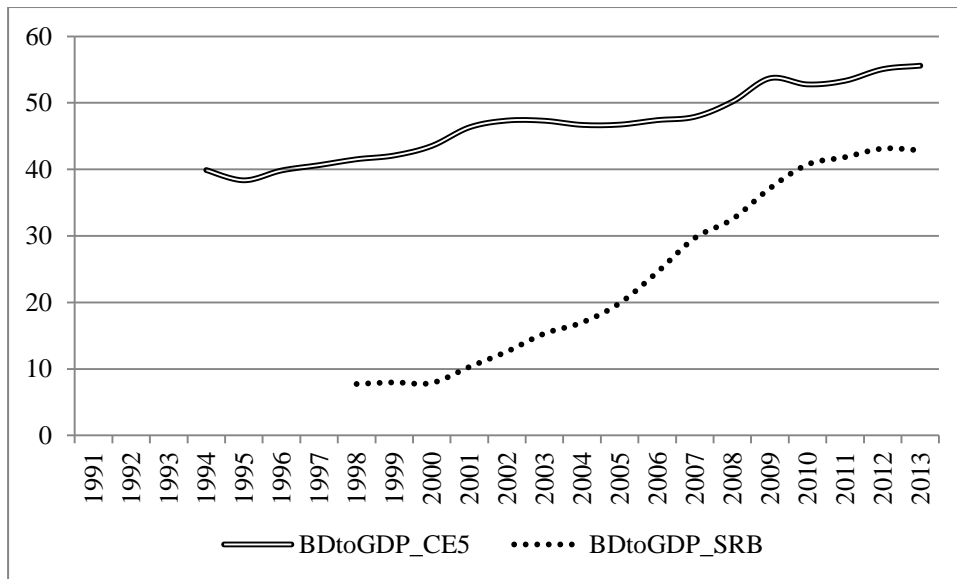
<sup>451</sup> На пример, у развијеним земљама које имају висок ниво дохотка, вредност ове варијабле је четири пута већа у односу на земље које имају мали доходак.



**Графикон 7.5**  
**Кредити одобрени приватном сектору, учешће у БДП–у, у %, просек за ЦЕ5 и Србија**

Извор: Калкулације на основу података Светске банке.

Трећи индикатор који је коришћен као мера развијености финансијског система је *вредност депозита банака у односу на БДП* (у %), током једне године а спада у остале индикаторе развијености финансијског система (енг. Bank deposits to GDP, %). Серијски код у бази података Светске банке је GFDD.OI.02. Као метод агрегације овог податка коришћена је медијана. У бази је обухваћен период од 1961. године до 2013. године. Значај коришћења овог индикатора за земље ЦЕ5 и Србију се огледа у чињеници да су банке доминантни играчи у финансијским системима ових земаља и зато је посебно обухваћен у моделу. Као код првог индикатора, вредности депозита у једном финансијском систему, обухвата целокупну вредност свих врста депозита (по виђењу, орочене и штедне) у депозитним банкама, у односу на БДП. Појмом депозитне банке су обухваћене све комерцијалне банке и остале финансијске институције које прихватају преносиве депозите, као што су депозити по виђењу. Кретање овог индикатора у периоду 1994–2013. године у земљама ЦЕ5 и Србији приказано је у наредном графикону, са којег се може уочити да је учешће депозита банака у БДП–у Србије током посматраног периода за који су доступни подаци било мање у односу на просек за земље ЦЕ5.



**Графикон 7.6**  
**Депозити банака, учешће у БДП-у, у %, просек за ЦЕ5 и Србија**

Извор: Калкулације на основу података Светске банке.

Четврти индикатор, који представља меру финансијске дубине, а указује на значај финансијског тржишта је *капитализација берзе у односу на БДП* (енг. Stock market capitalization to GDP, %). Серијски код у бази података Светске банке је GFDD.DM.01. Као метод агрегације овог податка коришћена је медијана. У бази је обухваћен период од 1995. године до 2012. године. Извор података су годишње публикације „Књига чињеница о берзи“ (енг. Global Stock Markets Factbook) и подаци рејтинг агенције Стандард и Пул (енг. Standard & Poor's). Вредност листираних хартија од вредности у односу на БДП се обрачунава коришћењем метода дефлације, према следећој формули:

$$\{(0.5) * [F_t / P_{et} + F_{t-1} / P_{et-1}]\} / [GDP_t / P_{at}] \quad (2)$$

у којој симболи имају следће значење:

F – капитализација берзе,

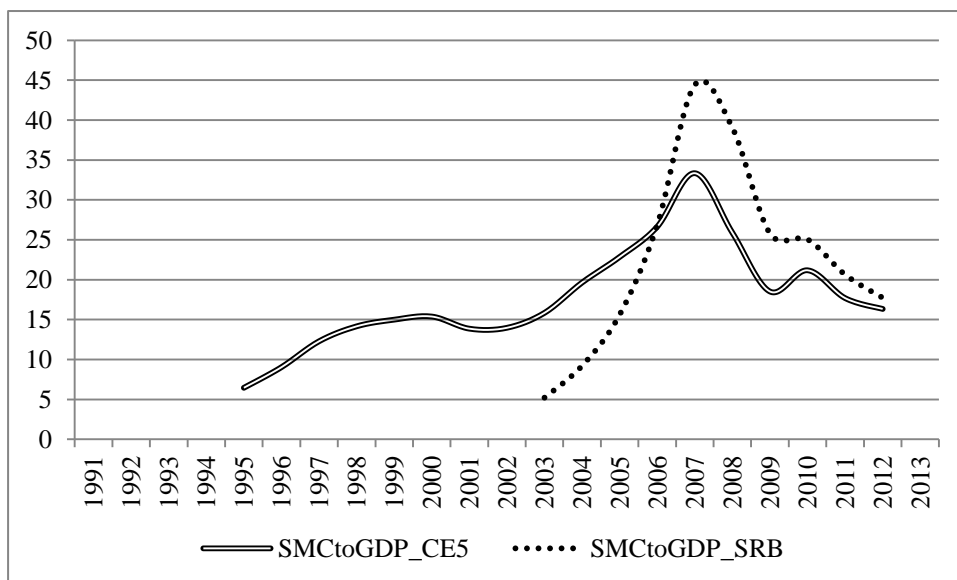
P<sub>e</sub> – Индекс потрошачких цена на крају периода,

P<sub>a</sub> – Индекс потрошачких цена, просечна годишња вредност.<sup>452</sup> Обе врсте индекса потрошачких цена су добијене на основу месечних вредности индекса потрошачких цена и

GDP – БДП је исказан у локалној валути.

<sup>452</sup> Користе се прикупљени подаци из електронске верзије ММФ међународне финансијске статистике. (IFS 24, 25, 44, 45, FOST и FOSD).

Варијабла која се, у економској литератури, најчешће користи да укаже на величину берзе је тржишна капитализација берзе у односу на БДП. За тржишта обвезница се користи количина емитованих приватних дуговних хартија од вредности, у односу на БДП. Ове информације указују на релативну величину финансијских тржишта у различитим земљама, при чему постоје значајне разлике према нивоу развијености и величини појединих земаља. Према подацима Светске банке, светски просек овог индикатора у периоду 2008–2010. године је износио 131%, с тим да се кретао у појединим земљама од мање од 1% до 533%. Просечно остварена вредност овог индикатора у развијеним земљама је 151%, док је просек за земље у развоју двоструко мањи и износи 76%. Поред тога, запажено је да је у већим земљама, где финансијска тржишта имају релативно већу улогу у привреди већа вредност овог индикатора. Земље у којима је највећа вредност овог индикатора су САД, Канада и Јапан, као и највећи број развијених привреда, али и Кина и Малезија. Кретање овог индикатора у периоду 1995–2012. године у земљама ЦЕ5 и Србији приказано је у наредном графикону, са којег се може уочити да је капитализација берзе у односу на БДП у земљама ЦЕ5 бележила тренд раста до глобалне економске кризе, након чега је регистрован значајан пад. И у Србији је забележена иста тенденција, с тим да је учешће у периоду након кризе у Србији веће у односу на просек за земље ЦЕ5.



**Графикон 7.7**  
**Капитализација берзе, учешће у БДП–у, у %, просек за ЦЕ5 и Србија**

Извор: Калкулације на основу података Светске банке.

Пети индикатор финансијског система је *укупна вредност којом се тргује на берзи у односу на БДП*, исказана у % (енг. Stock market total value traded to GDP, %). Спада у индикаторе којима се мери финансијска дубина. Серијски код у бази података Светске банке је GFDD.DM.02. Као метод агрегације овог податка коришћена је медијана. У бази је обухваћен период од 1996. године до 2012. године. Извор података су Књига чињеница о берзи (енг. Global Stock Markets Factbook) и подаци рејтинг агенције Стандард и Пул (енг. Standard & Poor's). Вредност листираних акција у односу на БДП се обрачунава коришћењем метода дефлације, према следећој формули:

$$\{(0.5) * [F_t/P_{et} + F_{t-1}/P_{et-1}]\} / [GDP_t/P_{at}] \quad (3)$$

у којој симболи имају следеће значење:

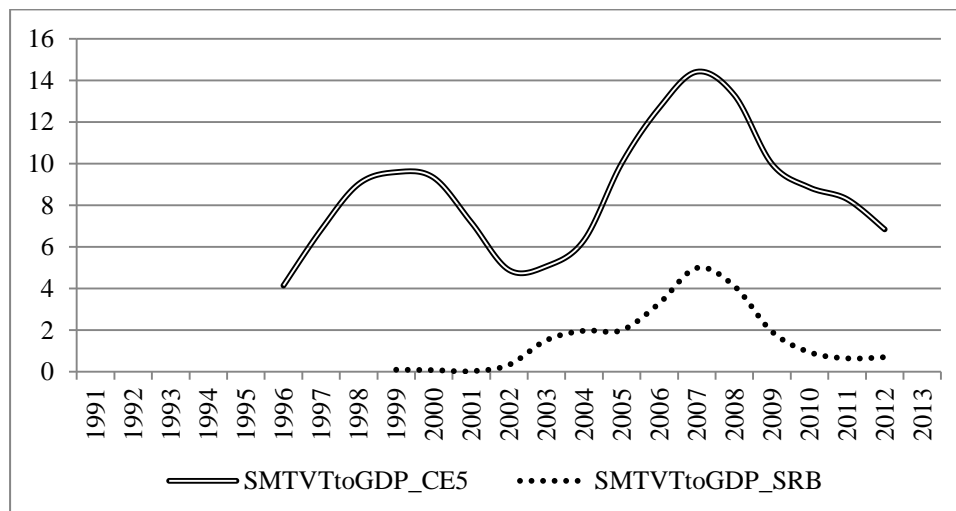
F – капитализација берзе,

P<sub>e</sub> – Индекс потрошачких цена на крају периода,

P<sub>a</sub> – Индекс потрошачких цена, просечна годишња вредност. Обе врсте индекса потрошачких цена су добијене на основу месечних вредности индекса потрошачких цена и

GDP – БДП је исказан у локалној валути.

Кретање овог индикатора у периоду 1996–2012. године у земљама ЦЕ5 и Србији приказано је у наредном графикону, са којег се запажа да је учешће у целом периоду посматрања значајно веће за просек земаља ЦЕ5 у односу на Србију. Вредност трговања на берзи је, у оба случаја, достигла свој максимум учешћа у БДП–у 2007. године, након чега се смањује.



**Графикон 7.8**  
**Вредност трговања на берзи, учешће у БДП–у, у %, просек за ЦЕ5 и Србија**

Извор: Калкулације на основу података Светске банке.

На основу претходних графика се запажа сличан тренд у кретању одабраних индикатора развијености финансијског система у земљама ЦЕ5 и Србији. Такође је приметан и утицај глобалне економске кризе, која је успорила кретања у годинама након кризе. Између одабраних индикатора нивоа развијености финансијског система у земљама ЦЕ5 и Србији постоји одређена веза. Анализом података (средњих вредности и стандардног одступања) за посматрана обележја, установљено је да је коефицијент варијабилитета већи од 30% ( $CV > 30\%$ ), на основу чега је израчунавање обављено на основу Спирмановог корелијента корелације ранга. Најзначајнија позитивна корелација је утврђена за банкарске депозите (учешће у % БДП), што је и очекивано с обзиром на значај банака у финансијским системима свих земаља које су обухваћене анализом. С обзиром да су банке обухваћене и индикатором депозити у финансијском систему (учешће у % БДП), ова веза је јака између просека за ЦЕ5 и Србије и за варијаблу депозити финансијског система у односу на БДП. Коефицијент корелације је значајан и висок и за индикатор кредити одобрени приватном сектору (учешће у БДП) за просек земаља ЦЕ5 и Србију, што указује да постоји јака веза кредита и привредног раста у свим посматрним земљама, односно, земљама обухваћених анализом. Слабија веза је утврђена за показатеље финансијског тржишта при чему је, осим што је корелациони коефицијент мање вредности, и ниво значајности уз могућу грешку на нивоу 5%. Коефицијент корелације је већи за индикатор капитализације берзе (учешће у БДП), док је слабија повезаност за укупну вредност трговања на берзи (учешће у БДП).

### 3. Компаративна анализа развијености елемената финансијског система и квалитета макроекономских перформанси у Србији и ЦЕ5

Квалитет макроекономских перформанси је исказан преко пет варијабли које су прихваћене у литератури као показатељи макроекономске стабилности. Најчешће коришћена мера економске развијености јесте бруто домаћи производ, при чему су коришћени и индекс потрошачких цена који указује на ценовну стабилност, биланс текућег рачуна који указује на спољну равнотежу једне привреде, нето прилив страних директних инвестиција као мера додатних прилива за реализацију инвестиција које су неопходне за привредни раст и мера запослености која указује на животни стандард грађана.

Први индикатор, и најважнији јесте Бруто домаћи производ по становнику исказан у УСД, у базним ценама из 2005. године (енг. GDP per capita, constant 2005 US\$). Серијски код у бази података Светске банке је NY.GDP.PCAP.KD. Спада у агрегатне индикаторе и обухваћен је статистиком националних рачуна, а као метод агрегације овог податка коришћен је пондерисани просек. БДП по становнику се добија количником вредности бруто домаћег производа (податак о бруто домаћем производу земље исказаном у константним УСД чији је јединствени код у бази података Светске банке NY.GDP.MKTP.KD) и процењеног броја становника средином године (податак о популацији у земљи чији је јединствени код у бази података Светске банке SP.POP.TOTL). БДП представља збир бруто додате вредности свих резидената који производе у једној привреди која је увећана за порезе и умањена за субвенције. Подаци о бруто домаћем производу по становнику се објављују годишње. Извор података су подаци о националним рачунима Светске банке и фајлови података о националним рачунима ОЕЦД-а.

Други индикатор макроекономских података је индекс потрошачких цена (енг. Inflation, consumer prices, annual %) чији је серијски код у бази података Светске банке FP.CPI.TOTL.ZG. Индикатор је обухваћен статистиком финансијског сектора која прати податке о девизном курсу и ценама. Инфлација је дефинисана као мера индекса потрошачких цена, која одражава годишњу процентуалну промену у трошковима просечног потрошача за корпу добара и услуга чији састав може бити фиксно дефинисан или се мењати у одређеним интервалима, на пример годишње. Користи се Лесперова формула. Подаци о инфлацији се објављују годишње. Као метод агрегације овог податка коришћена је медијана, која представља средишњи скор у једној



дистрибуцији и одваја горњу од доње половине једног низа. Извор података су Међународни монетарни фонд, Међународна финансијска статистика и датотеке података.

Трећи индикатор је биланс текућег рачуна (енг. Current account balance, BoP, current US\$). Серијски код у бази података Светске банке је BN.CAB.XOKA.CD. Овај индикатор је обухваћен статистиком економске политике и јавног дуга која прати податке о платном билансу, односно текућем рачуну платног биланса. Биланс текућег рачуна се дефинише као сума нето извоза добара и услуга, нето примарни дохорак и нето секундарни доходак. Подаци су исказани у текућим УСД. Подаци о билансу текућег рачуна се објављују годишње. У бази података Светске банке је наведено да могу постојати разлике у подацима о платном билансу с обзиром да не постоји јединствени извор са подацима из платног биланса те се не може осигурати усклађеност података. Извори су подаци царинских служби, рачуни банкарског система, статистика спољног дуга, евиденције привредних субјеката, процене трансакција услугама и подаци о девизном курсу. При том се истиче да постоје разлике у методама прикупљања података (време, дефиниције појмова боравак и власништво, коришћен девизни курс за обрачунавање вредности трансакција) које се сврставају у категорију нето грешке и пропусти. Осим тога, често остају нерегистроване и многе илегалне активности (попут шверца) и остале незаконите радње и правно нелегални послови. Такође се истиче да су подаци добијени применом методологије шестог издања ММФ–овог Приручника платног биланса (BPM6) доступни за период од 2005. године, успед спорости у прерачунавању старих података за које је коришћена претходна методологија (BPM5). Извор података су Међународни монетарни фонд, Статистички годишњак биланса плаћања и датотеке података. Платни биланс бележи трансакције економија са остатком света. Рачуни су, у оквиру платног биланса, класификовани у три целине: текуће трансакције, капиталне трансакције и финансијске трансакције. Текући рачун бележи трансакције робе, услуга, примарни доходак и секундарни доходак. Капиталне трансакције региструју приливе и одливе по основу прибављања непроизводне и нефинансијске имовине, као и остале капиталне трансфере, при чему је основни извор података евиденција платног промета са иностранством. У финансијском рачуну су посебно приказане директне инвестиције, портфолио инвестиције, финансијски деривати, остале инвестиције и девизне резерве

(IMF, 2009). Важно је напоменути да биланс текућег рачуна представља један од најважнијих аналитички коришћених индикатора спољне неравнотеже земаља.

Четврти индикатор је нето прилив СДИ, исказан у УСД (енг. Foreign direct investment, net inflows, BoP, current US\$). Серијски кôд у бази података Светске банке је VX.KLT.DINV.CD.WD. Овај индикатор је обухваћен статистиком економске политике и дуга, која прати податке о платном билансу, односно, рачуну капитала и финасирања. Приватни финансијски токови обухватају власничке и дужничке инструменте финансирања развоја. Капитал чине стране директне инвестиције и портфолио капитал. Дужнички токови се финансирају прикупљем средстава путем емисије обвезница, кредита банака и добављача. Појмом стране директне инвестиције су обухваћене директне инвестиције у акцијски капитал у земљи на коју се податак односи. Представља збир вредности акцијског капитала, реинвестиране добити и међукомпанијских кредита. Директна инвестиција је категорија прекограничног улагања којом резидент једне земље стиче контролу или значајно учешће у управљању привредним субјектом које је резидент друге земље. Критеријум за одређивање удела страног власника је минимум 10% страног учешћа у власништву, или више (обичне акције с правом гласа). Подаци су исказани у текућим УСД. Подаци о СДИ се објављују годишње. Као метод обједињавања података користи се збир вредности. У бази података Светске банке је наведено да могу постојати ограничења и изузеци по питању коришћења података о СДИ, с обзиром да не представљају комплетну слику међународних инвестиција у једној привреди. Подаци о страним директним инвестицијама у билансу плаћања не обухватају капитал који се локално инвестира, и представља вежан извор финансирања инвестиција у једној привреди. Поред тога подаци о страним директним инвестицијама не обухватају прекограничне трансакције ван акцијског капитала, као што су унутрашњи токови добара и услуга. Подаци о глобалним приватним токовима финансијског капитала у бази података Светске банке се разликују у односу на остале изворе с обзиром да се користе различити извори, класификације територија и методи прилагођавања и обраде информација из извештаја. У бази података Светске банке су све информације у периоду након 2005. године приказане у складу са новом Методолгијом биланса плаћања (BPM6). Извори података су ММФ, база података биланса плаћања, додатни подаци УН и званични национални извори. Стране директне инвестиције, према актуелној Методологији платног биланса (BPM6), обухватају следеће компоненте: инвестиције у акцијски

капитал, инвестиције повезане с акцијским капиталом које обезбеђују повећање контроле или утицаја на доношење одлука, инвестиције у контролна предузећа или предузећа која остварују индиректну контролу, инвестиције у оснивачка предузећа, дуг и реверзне инвестиције. Оквир за директне инвестиције обезбеђује критеријуме за утврђивање да ли одређена врста стицања прекограничног власништва представља директне инвестиције, на основу остварене контроле и утицаја на пословање. Оно што СДИ одваја од осталих облика међународних инвестиција јесте успостављање трајног интереса за ефективну контролу управљања у предузећу у другој земљи. Сматра се да је трајни интерес за инвестирањем у једно предузеће отварање производних погона, складишта и других перманентних и дугорочних пословних облика сарадње у иностранству. Директне инвестиције могу бити у облику гринфилд улагања (инвеститор започиње нови пословни подухват у страниој земљи, изградњом нових оперативних капацитета), заједничког улагања (споразум о партнерству са компанијом у иностранству при чему се оснива ново предузеће), мерџери или аквизиције. Према препоруци ММФ–а, овакве инвестиције би требало да чине најмање 10% акцијског капитала са правом гласа, што је предуслов да би се класификовале као стране директне инвестиције. Ипак, у пракси су многе земље поставиле и виши праг учешћа у управљању, при чему неке не извештавају редовно о реинвестираној добити.

Пети индикатор је Запосленост (енг: Employment to population ratio, 15+, total (%) modeled ILO estimate), податак који се исказује према методологији Међународне организације рада. Серијски кôд у бази података Светске банке је SL.EMP.TOTL.SP.ZS. Област у оквиру које се овај индикатор исказује је Социјална заштита и Радна снага, економска активност. Запосленост у односу на укупну популацију представља учешће запослених у популацији једне земље. Обухваћена је старосна категорија од 15 година и старији, који се сматрају радно активном популацијом. Подаци о запослености се објављују годишње. Метод агрегације је пондерисани просек. Упоредивост података о запослености на глобалном нивоу зависи од варијација у дефиницијама запослености и становништва. Највећа разлика у резултатима произлази из категорије узраста приликом дефинисања активности радне снаге. И коришћени подаци за варијаблу становништво се могу разликовати међу земљама, зависно од тога да ли се користе подаци последњег пописа, процене средином или крајем године. Највећи број земаља користи категорију резидената. У бази података Светске банке су дате процене Међународне организације рада (МОП), на основу индикатора који се формирају према

националним базама тржишта радне снаге и у великој мери зависе од националних процена. Међународна упоредивост података се постиже подацима МОР која користи строге критеријуме и јединствене методе како би се осигурала упоредивост за све земље током времена. Процене се заснивају на националним анкетама о радној снази, при чему се остали извори користе у случајевима недоступних података из анкета. Запосленост у односу на број становника представља проценат запослених у односу на укупан број људи у једној земљи. Висок однос означава да је велики део становништва запослен. У овом сегменту је постављен развојни циљ према Миленијумској декларацији УН из 2005. године, обезбеђење пристојног посла за све уз пуно и продуктивно запошљавање, што је примарни циљ ка избегавању сиромаштва. Кључна мера праћења запослености је запосленост у односу на број становника, чиме се прати напредак земаља на путу ка искорењивању екстремног сиромаштва и глади до 2015. године. Овим индикаторима се обезбеђује праћење ефикасности националних привреда у обезбеђењу радних места за све људе који желе да раде.

Основна хипотеза, која је постављена у истраживању, полази од претпоставке да је финансијска стабилност националне привреде предуслов макроекономске стабилности, при чему адекватно регулисана и развијена финансијска тржишта и институције доприносе квалитету макроекономских перформанси у оквиру националних привреда.

Осим основне хипотезе, постављено је и пет помоћних (посебних) хипотеза које обухватају сегменте истраживања:

Помоћна хипотеза 1: Развијеност финансијских тржишта, мерена сетом варијабли финансијског система, и ниво развијености привреде, мерен сетом макроекономских варијабли, су повезане варијабле;

Помоћна хипотеза 2: Бржи темпо финансијских реформи у периоду транзиције резултира извеснијим привредним растом и стабилношћу привредног амбијента у посттранзиционом периоду;

Помоћна хипотеза 3: Развијен финансијски систем и ефикасно постављен регулаторни оквир за очување стабилности финансијског система могу ублажити интерне и екстерне поремећаје у реалној привреди;

Помоћна хипотеза 4: Државе, које се налазе у транзиционој и посттранзиционој фази, суочене су са додатним изазовом јачања финансијског система који би обезбедио

ефикаснију алокацију средстава и квалитетније макроекономске перформансе у будућем периоду;

Помоћна хипотеза 5: У земљама у транзицији постоји позитивна корелација између финансијског и привредног раста.

Развијеност финансијског тржишта је представљена индикаторима објављеним у бази података Светске банке и Међународног монетарног фонда. Ова база података обухвата велики скуп индикатора развијености финансијског тржишта. Истраживање обухвата неколико различитих сегмената, односно анализу показатеља за одређене варијабле на нивоу ЦЕ5 и за Србију.

С обзиром да се функционисање домаћег финансијског система заснива на доминантном учешћу банака посебно се указује на значај овог показатеља.

Анализа одабраних параметара обухвата период од 1994. године до 2013. године, према расположивости у бази за појединачне параметре. Временско раздобље од двадесет година представља солидну основу за анализу, с обзиром да је обухваћен период експанзије финансијског тржишта у Србији пре глобалне кризе, али и период након кризе.

Први део анализе је извршен коришћењем софтвера SPSS који је прерачунавао коефицијент корелације између дефинисаних параметара. Резултати анализе су приказани у наредној табели. Анализом података (средње вредности и стандардно одступање) за посматрана обележја, установљено је да је коефицијент варијабилитета већи од 30% ( $CV > 30\%$ ) тако да је за обрачун коришћен Спирманов коефицијент корелације ранга. У земљама ЦЕ5 је потврђена највећа корелација за учешће банкарских депозита и депозита у финансијском систему (учешће у БДП) са вредности БДП-а по становнику (0,933). Осим депозита, и кредити одобрени приватном сектору (исказани као учешће у БДП у %) су високо корелисани са вредности БДП-а по становнику (0,694), што указује на њихов значај за привредни раст. У оквиру индикатора развијености финансијског тржишта, високу и значајну корелацију са БДП по становнику је имало учешће тржишне капитализације берзе у БДП (0,829), док за укупну вредност трговања на берзи (учешће у БДП) није доказана статистички значајна корелација. Вредност трговања на берзи (исказана као учешће у БДП, у %) није статистички значајно корелисана са индикаторима макроекономског развија, осим са вредности нето прилива СДИ (0,623). Иако корелација не подразумева узрочност између две појаве, неопходно је нагласити да је развој трговине на берзама земаља ЦЕ5

повезан са нивоом нето прилива СДИ. Сви индикатори развијености финансијског система су негативно корелисани са инфлацијом, што потврђује тезу да је висока инфлација, односно раст општег нивоа цена у земљама ЦЕ5, макроекономска детерминанта која негативно утиче на финансијски систем. Ово потврђује тезу да је монетарна стабилност важна детерминанта стабилности пословања на финансијском тржишту. Највећа негативна корелација постоји између инфлације и депозита у финансијском систему (и банкарских депозита) и износи  $-0,895$ . Корелација између инфлације и кредита одобрених приватном сектору није статистички значајна. За показатеље развијености финансијског тржишта, висок и значајан негативан ниво корелације је остварен између инфлације и тржишне капитализације берзе (исказане као учешће у БДП–у) и износи  $-0,756$ . Статистички значајна веза није потврђена за одабране показатеље развијености финансијског система и стања биланса текућег рачуна, осим слабе негативне корелације (ниво значајности уз могућност грешке од 1%) са кредитима одобреним приватном сектору ( $-0,783$ ). Макроекономски индикатор запосленост је у земљама ЦЕ5 имао високу и статистички значајну корелацију само са индикатором кредита одобрених приватном сектору ( $0,731$ ), што се објашњава као експанзија кредита у условима интензивније економске активности и раста запослености у привредама ЦЕ5. Индикатор запосленост, није остварио статистички значају повезаност са остала четири индикатора финансијске развијености.

**Табела 7.2 Спирманов коефицијент корелације за анализиране податке (ЦЕ5)**

		GDPpc_CE5	INFL_CE5	CAB_CE5	FDI_CE5	EMPL_CE5
BDtoGDP_CE5	Correlation Coefficient	.933**	-.895**	.467	.389	-.181
	P	.000	.000	.205	.090	.446
	N	19	20	9	20	20
DCTPStoGDP_CE5	Correlation Coefficient	.694**	-.324	-.783*	.350	.731**
	P	.002	.205	.013	.168	.001
	N	17	17	9	17	17
SMCtoGDP_CE5	Correlation Coefficient	.829**	-.756**	-.571	.701**	-.020
	P	.000	.000	.139	.001	.938
	N	18	18	8	18	18
SMTVtToGDP_CE5	Correlation Coefficient	.463	-.368	-.595	.623**	.373
	P	.061	.147	.120	.008	.141
	N	17	17	8	17	17
FSDtoGDP_CE5	Correlation Coefficient	.933**	-.895**	.467	.389	-.181
	P	.000	.000	.205	.090	.446
	N	19	20	9	20	20

\*\* Корелација је статистички значајна уз могућност грешке од 0,01 (енг. Correlation is significant at the 0.01 level).

\* Корелација је статистички значајна уз могућност грешке од 0,05 (енг. Correlation is significant at the 0.05 level).

Извор: Калкулације у програму Statistica v10.0 StatSoft на основу података Светске банке.

Други део анализе је, такође, реализован коришћењем софтвера SPSS који је прерачунавао коефицијент корелације између дефинисаних параметара за Србију. Резултати анализе су приказани у наредној табели. Анализом података (средње вредности и стандардно одступање) за посматрана обележја, установљено је да је коефицијент варијабилитета већи од 30% ( $CV > 30\%$ ) тако да је за обрачун коришћен Спирманов коефицијент корелације ранга. На примеру Србије је потврђена највећа корелација за учешће банкарских депозита и депозита у финансијском систему (исказаних као учешће у БДП–у, у %) са вредности БДП–а по становнику (0,956), која је јача у односу на исту корелацију за земље ЦЕ5. Међутим, за разлику од земаља ЦЕ5 код којих је потврђена корелација кредита одобрених приватном сектору (исказаних као учешће у БДП–у, у %) и вредности БДП–а по становнику (0,694), ова веза на примеру Србије није статистички значајна на истом нивоу значајности. Наиме, колерација између одобрених кредита и вредности БДП–а по становнику у Србији

износи 0,603, али је корелација значајна уз ниво грешке од 0,05. Вредност трговања на берзи (исказана као учешће у БДП–у, у %) није статистички значајно корелисана са индикаторима макроекономског развоја, осим са вредности нето прилива СДИ (0,749). Страни инвеститори су утицали на развој берзанског трговања у земљи. Сви индикатори развијености финансијског система су негативно корелисани са инфлацијом и на примеру Србије. Највећа негативна корелација постоји између инфлације и депозита у финансијском и банкарском систему (исказаних у односу на БДП, у % учешћа) (-0,794). Корелација између инфлације и кредита одобрених приватном сектору није статистички значајна. Статистички значајна веза није потврђена за одабране показатеље развијености финансијског система и биланса текућег рачуна. Висока и статистички значајна корелација је потврђена између макроекономског индикатора запосленост и индикатора депозита у оквиру банкарског и финансијског система (исказаних као учешће у БДП, у %) (0,870). Индикатор запосленост, није остварио статистички значају повезаност са осталим индикаторима финансијске развијености.

**Табела 7.3 Спирманов коефицијент корелације за анализирани податке (Србија)**

		<b>GDPpc</b>	<b>INFL</b>	<b>CAB</b>	<b>FDI</b>	<b>EMPL</b>
<b>BDtoGDP</b>	Correlation Coefficient	0.956**	-0.794**	0.429	0.709**	-0.870**
	P	0.000	0.000	0.337	0.002	0.000
	N	16	16	7	16	16
<b>DCTPStoGDP</b>	Correlation Coefficient	0.603*	-0.409	0.643	0.331	-0.460
	P	0.010	0.103	0.119	0.195	0.063
	N	17	17	7	17	17
<b>SMCtoGDP</b>	Correlation Coefficient	0.491	-0.115	-0.429	0.721*	0.170
	P	0.150	0.751	0.397	0.019	0.638
	N	10	10	6	10	10
<b>SMTVTtoGDP</b>	Correlation Coefficient	0.508	-0.530	-0.486	0.749**	-0.326
	P	0.064	0.051	0.329	0.002	0.255
	N	14	14	6	14	14
<b>FSDtoGDP</b>	Correlation Coefficient	0.956**	-0.794**	0.429	0.709**	-0.870**
	P	0.000	0.000	0.337	0.002	0.000
	N	16	16	7	16	16

\*\* Корелација је статистички значајна уз могућност грешке од 0,01 (енг. Correlation is significant at the 0.01 level).

\* Корелација је статистички значајна уз могућност грешке од 0,05 (енг. Correlation is significant at the 0.05 level).

Извор: Калкулације у програму Statistica v10.0 StatSoft на основу података Светске банке.



Резултати истраживања указују на неколико значајних закључака који потврђују особености домаћег финансијског система. Наиме, потврђена је висока корелација између два параметра развијености финансијског система, депозита у финансијском систему и депозита банака (исказаних као учешће у БДП, у %) са нивоом БДП-а по становнику. За оба индикатора је потврђен висок коефицијент корелације који је износио 0,956 уз могућност грешке од 1%. Позиција банкарског сектора је временом јачала у оквиру домаћег финансијског система, и то је уједно индикатор који је имао навећи утицај на квалитет макроекономских перформанси. Истраживање је показало да постоји и висока корелација са нето приливом СДИ уз коефицијент корелације од 0,709. На другој страни, истраживање је показало да постоји јака негативна корелација са инфлацијом и нивоом запослености, од -0,794 и -0,870 респективно. То показује да банке, као учесници у финансијском систему јачају своју позицију у условима монетарне стабилности, при чему веза са нивоом запослености оставља простор за даља истраживања. Веза са салдом текућег рачуна платног биланса није статистички значајна. Осим ове корелације, доказана је и висока корелација између нивоа учешћа капитализације берзе у БДП-у са нивоом страних директних инвестиција, за коју вредност коефицијента корелације износи 0,749, уз могућност грешке од 1%. Ово указује да постоји повезаност између обима и вредности трговања на финансијском тржишту и нивоа нето прилива страних директних инвестиција у Србији, у току анализираног периода.

#### 4. Финансијска тржишта и привредни раст у селектованим земљама Централне Европе – поуке за Србију

Уважавајући чињеницу да је динамика развоја финансијских тржишта у земљама ЦЕ5 слична оној у Србији, само са извесним степеном кашњења и нижим нивоом развијености, истраживачко питање се односи на могућност конструисања економетријског модела који доводи у везу ниво развијености финансијских тржишта у земљама ЦЕ5 и реализоване стопе привредног раста, као најзначајнијег показатеља квалитета макроекономске перформансе. Добијени економетријски модел би био квантитативна потврда да у Србији треба радити на унапређењу финансијских тржишта, као неопходног механизма подстицања директног система финансирања.

У складу са овим истраживачким питањем формулисане су нулта и алтернативна хипотеза.

Нулта хипотеза  $H_0$  гласи: Виши ниво развијености финансијских тржишта у земљама ЦЕ5 нема позитиван утицај на динамику привредног раста.

Алтернативна хипотеза  $H_1$ : Виши ниво развијености финансијских тржишта у земљама ЦЕ5 има позитиван утицај на динамику привредног раста.

Добијање и формулација одговора на овако постављено питање изискује да се најпре одреде временски оквир посматрања, избор методе истраживања и параметри који ће се посматрати. Анализа на примеру земаља ЦЕ5 обухвата период од 2002. до 2013. године. Овај дванаестогодишњи период је довољно дуг да би обсервације биле ваљане, а уједно и представља интервал у коме је дошло до експанзије и контракције нивоа привредних активности, тако да се у њему уважава реалност цикличног карактера привредних активности (Цветановић, 2012). Метод истраживања је вишеструка регресија, која се примењује када се испитује зависност једне појаве од две или више независних појава.

Ако се испитује зависност једне појаве од две или више независних појава, говори се о вишеструкој или мултиплој регресији. Задатак регресије је да открије што више фактора (независних променљивих) који утичу на зависну променљиву. Полази се од претпоставке да што је више независних варијабли у моделу, све је мањи утицај латентне променљиве (стандардне грешке)  $\epsilon_i$ ,  $i = 1, 2, \dots, n$ . Веома је битно пажљиво бирати променљиве које ће бити укључене у модел.

Параметри који су посматрани у дефинисаном временском интервалу прилагођени су истраживачком питању. У вези са тим, привредни раст као показатељ

квалитета макроекономске перформансе прати се помоћу реалне стопе раста Бруто домаћег производа (GDP growth, annual in %), који је најважнији агрегатни макроекономски показатељ. Ова величина у истраживању представља зависну променљиву. С друге стране, независна променљива ће бити она која говори о нивоу развијености финансијских тржишта у селектованим земљама. То је, без сумње, вредност тржишне капитализације на берзи, исказана у односу на БДП, у процентима. Осим зависне и независне променљиве, за примену вишеструке регресије неопходне су и контролне променљиве. У овом истраживању су издвојене две контролне променљиве које, без икакве сумње, имају утицаја на квалитет макроекономске перформансе, тачније на динамику реалне стопе привредног раста.

Прва контролна променљива је индикатор бруто инвестиције у основне фондове, исказане у односу на БДП, у процентима, (енг. Gross fixed capital formation as % of GDP). Ова променљива је уско повезана са реалном стопом привредног раста али и инвестиционом климом у привреди, тако да имплицитно указује на макроекономску стабилност.

Друга контролна променљива јесте финансијска криза која се догодила у анализираном периоду и чије би изостављање умањило валидност закључака у истраживању. Финансијска криза је конструисана као вештачка бинарна променљива (dummy). Као кризне године означене су 2008. и 2009. година. У овим годинама у посматраним земљама вредност вештачке променљиве је 1, док је у осталим годинама, када финансијске кризе није било, вредност ове променљиве износила 0. Сви подаци су преузети из базе података Евростата (енг. Eurostat).

Као што је наведено, у истраживању је примењен вишеструки регресиони модел за анализу пет земаља ЦЕ, тако да је се број земаља обележава као:

$$i = 1, \dots, 5.$$

Ове земље се посматрају у временском интервалу од 12 година, што се записује као:

$$m = 1, \dots, 12.$$

Користе се панелирани подаци за које регресиони модел гласи:

$$y_{it} = \alpha + x_{it}'\beta + c_i + u_{it} \quad (5)$$

У наведеном моделу симболи имају следећа значења:

$y_{it}$  је зависна варијабли,

$\alpha$  је константа,

$x_{it}$  је  $K$ -димензиони ред вектора који се односи на независну и контролне варијабле,

$\beta$  је  $K$ -димензиона колона вектора параметара уз независну и контролне променљиве,

$c_i$  представља ефекат специфичности посматрене привреде и

$u_{it}$  представља резидуал.

Уколико се пође од чињенице да је број година који се посматра 12 онда се може записати да је:

$$T = 12,$$

тако да су све обсервације за сваку земљу сумиране помоћу следеће матрице:

Зависна променљива  $y_i$ , приказује се помоћу матрице:

$$y_i = \begin{bmatrix} y_{i1} \\ \cdot \\ \cdot \\ y_{i5} \\ \cdot \\ \cdot \\ y_{i12} \end{bmatrix}, \quad y_i = [12 \times 1].$$

За независну и контролне променљиве  $X_i$ , матрица би изгледала:

$$X_i = \begin{bmatrix} \hat{x}_{i1} \\ \cdot \\ \cdot \\ \hat{x}_{i5} \\ \cdot \\ \cdot \\ \hat{x}_{i12} \end{bmatrix}, \quad X_i = [12 \times 3],$$

У регресионом моделу се посматрају три варијабле (једна независна и две контролне), тако да је број  $K$  димензија у овом случају 3. Матрица резидуала у анализираном моделу би гласила:

$$u_i = \begin{bmatrix} u_{i1} \\ \cdot \\ \cdot \\ u_{i5} \\ \cdot \\ \cdot \\ u_{i12} \end{bmatrix}, \quad u_i = [12 \times 1].$$

Уколико се последња анализирана земља  $i$  у низу обележим са  $N, a$  ( $N = 5$ ) и последња посматрана година  $t$  са  $T, a$  ( $T = 12$ ), са  $NT$  се могу представити све обсервације у свим земљама за читав период посматрања као:

Зависна променљива  $y$ , представљена је као матрица:

$$y = \begin{bmatrix} y_1 \\ \cdot \\ \cdot \\ y_i \\ \cdot \\ \cdot \\ y_5 \end{bmatrix}, \text{ реда } y = [NT \times 1].$$

Независна и контролна варијабла  $X$ , приказана је као матрица:

$$X = \begin{bmatrix} X_1 \\ \cdot \\ \cdot \\ X_i \\ \cdot \\ \cdot \\ X_5 \end{bmatrix}, \text{ реда } X = [NT \times K].$$

Резидуал  $u_i$ , представљен је помоћу матрице:

$$u = \begin{bmatrix} u_1 \\ \cdot \\ \cdot \\ u_i \\ \cdot \\ \cdot \\ u_{12} \end{bmatrix}, \text{ реда } u = [12 \times 1].$$

Питање које се намеће у моделу приказаном у једначини (1) јесте да ли постоји корелација између резидуала  $u_{it}$  (у коме је садржан и специфични ефекат посматране земље  $c_i$ ), с једне стране, и независне и контролних варијабли, с друге стране. Математичком лексиком речено да ли је  $E = (u_{it} | X_i, c_i) = 0$ , када не постоји корелација или је  $E = (u_{it} | X_i, c_i) \neq 0$ , када корелација ипак постоји.

У теоријском смислу, реч је о поставци вишеструког регресионог модела са случајним или фиксним ефектом (Schmidheiny, 2013). Вишеструки модел са случајним ефектом у конкретном случају би подразумевао да специфичност посматране земље коју обележавамо са  $c_i$  није у корелацији са независном и контролним варијаблама и да се она мења са протоком времена независно од земље до земље. Ово је изузетно ригорозна претпоставка коју економисти у оваквим истраживањима врло ретко примењују. Вишеструки модел са фиксним ефектом подразумева да специфичност посматране земље може бити у корелацији са независном и контролним варијаблама и да се она не мења са протоком времена, односно да осликава специфичности привредно–системског амбијента карактеристичног за сваку земљу понаособ. Оваква претпоставка је много реалнија и заступљенија је у макроекономским истраживањима. У истраживању је примењен вишефакторски модел са фиксним ефектом, али су спроведени и адекватни статистички тестови за проверу његове валидности у односу на модел са случајним ефектом.

Анализа модела почиње од дескриптивне статистике како би се сагледала веза између анализираних варијабли. Резултати дескриптивне статистике приказани су у табели 7.4.

**Табела 7.4 Дескриптивна статистика и број варијабли**

Variable	Obs.	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Realna stopa privrednog rasta	60	.0280	.0345	-.079	.105
Tržišna kapitalizacija kao %GDP-a	60	.2090	.1061	.0458	.4764
Bruto investicije kao %GDP-a	60	.2266	.0311	.174	.286
Dummy (Finansijska kriza)	60	.1667	.3758	0	1

Извор: Калкулације на основу података Светске банке и Евростата.

Резултати упућују на закључак да између посматраних 5 земаља у дванаестогодишњем периоду постоји значајна стандардна девијација у реалној стопи привредног раста, готово 40 већа од просечне вредности. С друге стране, у случају независне променљиве у овом истраживању постоји дијаметрално супротан случај. Ова чињеница је представљала додатни истраживачки изазов за доказивање значаја нивоа развијености финансијских тржишта за привредни раст у посматраним земљама. У наставку је приказана матрица корелације између зависне, независне и контролних варијабли.

**Табела 7.5 Корелациона матрица**

Variable	Realna stopa privrednog rasta	Tržišna kapitalizacija kao %GDP-a	Bruto investicije kao %GDP-a	Dummy (Finansijska kriza)
Realna stopa privrednog rasta	1.0000			
Tržišna kapitalizacija kao %GDP-a	0.4207	1.0000		
Bruto investicije kao %GDP-a	0.3921	0.0461	1.0000	
Dummy (Finansijska kriza)	-0.4211	0.076	0.1140	1.0000

Извор: Калкулације на основу података Светске банке и Евростата.

Резултати из табеле 7.5 указују на то да међу варијаблама нема значајније коорелације, што је изузетно важно за примену модела вишеструке регресије. Интересантно је да између зависне и независне варијабле постоји изузетно слаба

корелациона веза што истраживачко питање додатно усложњава, али и потврђује адекватан приступ у одабиру методе истраживања. Резултати изабране методе истраживања, вишеструке регресије са фиксним ефектом приказани су у наредној табели.

**Табела 7.6 Вишеструки регресиони модел са фиксним ефектом**

Fixed-effects (within) regression		Number of obs		60	
R-sq: within	=0.6885	Number of groups	= 5		
between	=0.1308	Obs per group: min=	12		
overall	=0.5289	avg=	12.0		
		max=	12		
		F (3,52)	38.31		
corr (u_i, Xb)	= -0.4215	Prob > F	= 0.0000		

Realna stopa privrednog rasta	Coef.	Std. Err.	t	P >  t	[95% Conf. Interval]	
Tržišna kapitalizacija kao % GDP-a	.79	.12	6.51	0.001	.54	1.03
Bruto investicije kao % GDP-a	.59	.04	13.45	0.000	.50	.67
Dummy (Finansijska kriza)	-.05	.01	-7.16	0.000	-.06	-.04
_cons	-.17	.03	-6.66	0.000	-.22	-.12

sigma_u	.01845					
sigma_e	.01950					
rho	.47236	(fraction of variation due to u_i)				

F test that all u_i=0:	F (4, 52) = 7.16	Prob > F = 0.0000
------------------------	------------------	-------------------

Извор: Калкулације на основу података Светске банке и Евростата.

Резултати добијени у табели 7.6 показују да независна и контролне променљиве у моделу имају статистичку значајност. Статистика F теста има адекватни ниво вероватноће, што указује да су сви коефицијенти уз варијабле различити од нуле, те да имају утицаја на зависну променљиву (у овом случају реалну стопу привредног раста). Неопходно је напоменути да је корелација између варијабли (независне и контролних) и резидуала различита од нуле, у овом случају -0,4215. Његова негативна вредност показује да су у конструисаном моделу варијабле адекватно уведене. Прецизније, уколико независна и контролне променљиве успешније одреде вредност зависне

променљиве, онда је вредност резидуала (статистичке грешке) мања. На основу свега може се закључити да је постављен адекватан економетријски модел који гласи:

$$(Realna\ stopa\ rasta)_{it} = 0,79(Tržišna\ kapitalizacija\ kao\ \%GDP - a)_{it} + 0,59(Bruto\ investicije\ kao\ \%GDP - a)_{it} - 0,05(Dummy\ (Finansijska\ kriza))_{it} - 0,17 + c_i + u_{it} \quad (6)$$

Резултати модела приказаног у једначини 6 упућују на закључак да, уз примену клаузеле *ceteris paribus* (под осталим непромењеним околностима), уколико се у некој ЦЕ5 земљи у једној години повећа Тржишна капитализација (исказана као учешће у БДП–у, у %) за 1% БДП–а, то условљава раст реалне стопе привредног раста у тој години за 0,79%. Приказани модел је у складу са теоријским постулатима и полазном хипотезом. Представљени модел има коефицијент детерминације  $R=0,6885$ , што значи да он важи у 68,85% обсервација у земљама ЦЕ5, у периоду од 2002. до 2013. године. На овај начин је недвосмислено доказана алтернативна хипотеза Х1.

**Хаусман тест ендогености модела.** Конструисан вишеструки регресиони модел је пошао од претпоставке да постоји корелација између резидуала  $u_{it}$  (у коме је садржан и специфични ефекат посматране земље  $c_i$ ), а једне стране и независне и контролних варијабли, с друге стране. Математичком лексиком, може се представити да је  $E(u_{it}|X_i, c_i) \neq 0$ . Прецизније, конструисан је вишеструки регресиони модел са фиксним ефектом. То значи да специфичности посматраних земаља имају ендегени карактер, тј. представљају унутрашњу детерминанту реалне стопе привредног раста и у корелацији су са независном и контролним варијаблама. Да би се потврдила ваљаност ове претпоставке, а самим тим и конструисаног економетријског модела спроводи се Хаусманов тест. Нулта хипотеза у овом тесту гласи да не постоји корелација између резидуала  $u_{it}$  (у коме је садржан и специфични ефекат посматране земље  $c_i$ ), с једне стране и независне и контролних варијабли, с друге стране. Другим речима, треба користити модел са случајним ефектом. Алтернативна хипотеза је да корелација ипак постоји и да је модел са фиксним ефектом адекватан. За ту сврху је постављена конструкција модела са случајним ефектом (табела 7.7) а резултати теста у приказани у табели 7.8.



**Табела 7.7 Регресиони модел са случајним ефектом**

Realna stopa privrednog rasta	Coef.	Std. Err.	z	P >  z	[95% Conf. Interval]	
Tržišna kapitalizacija kao %GDP-a	.144	.034	4.19	0.000	.076	.212
Bruto investicije kao %GDP-a	.687	.111	6.19	0.000	.470	.905
Dummy (Finansijska kriza)	-.048	.007	-6.88	0.000	-.062	-.034
_cons	-.149	.024	-6.01	0.000	-.198	-.101
sigma_u	.0119					
sigma_e	.0195					
rho	.27294	(fraction of variation due to u_i)				

Извор: Калкулације на основу података Светске банке и Евростата.

**Табела 7.8 HAUSMAN TEST резултати**

- Coefficients -				
	(b) fixed	(B) random	(b-B) Difference	Sqrt (diag (V_b-V_B)) S.E.
Tržišna kapitalizacija kao %GDP-a	.1346408	.1443898	-.3009749	.0171745
Bruto investicije kao %GDP-a	.7875295	.687994	.0995356	.0476555
Dummy (Finansijska kriza)	-.0490702	-.0483403	-.0007299	.

b = consistend under Ho and Ha; obrained from xtreg  
 B = incosistent under Ha, efficient under Ho; obrained from xtreg  
 Test: Ho: difference in coefficients not systematic  

$$\chi^2(3) = (b-B)' [(V_b-V_B)^{-1}] (b-B)$$

$$= 9.46$$
 Prob>chi2 = 0.0238  
 ( V\_b-V\_B is positive definite )

Извор: Калкулације на основу података Светске банке и Евростата.

Резултат Хаусмановог теста са вероватноћом од 97,62% одбацује нулту хипотезу, да је модел са случајним ефектом подеснији. Ово недвосмислено упућује на закључак да је алтернативна хипотеза доказана. Тачније, постоји корелација између

резидуала  $u_{it}$  (у коме је садржан и специфични ефекат посматране земље  $c_i$ ), с једне стране и независне и контролних варијабли, с друге стране. Математичком лексиком исказано  $E = (u_{it}|X_i, c_i) \neq 0$ . То значи да је конструисани вишеструки регресиони модел са фиксним ефектом у потпуности прихватљив.

На овај начин је тестирана и доказана хипотеза да се даљим развојем финансијских тржишта у земљама ЦЕ5 могу очекивати више реалне стопе привредног раста, а самим тим и побољшање квалитета макроекономских перформанси. Конструисани вишеструки регресиони модел недвосмислено је показао да уз клаузулу *ceteris paribus* у изабраној групи земаља у анализираном периоду јединични раст Тржишне капитализације исказане у односу на БДП (у % учешћа) у једној години утиче на интензивирање реалне стопе привредног раста за 0,79 процентних поена у истој години. Конструисани вишеструки регресиони модел је у обзир узео и утицај финансијске кризе и показао да је она имала негативан утицај на реалну стопу раста БДП-а. Модел је узео у обзир и специфичност сваке од посматраних земаља као детерминанте реалне стопе привредног раста, што је валидирано адекватним статистичким тестом.

## **5. Смренице и перспективе даљег развоја финансијских тржишта као механизма одржавања макроекономске стабилности**

И поред значајних глобалних турбуленција које су погодиле свет 2007. године, транзициони процес Србије током периода након 2000. године допринео је напретку земље, у односу на претходну фазу транзиције. Највећи напредак је остварен у областима либерализације цена, трговинске либерализације, режима девизног курса и сегменту приватизације малих привредних субјеката (EBRD, 2015). У периоду након глобалне економске кризе највећи изазови остају завршетак приватизације великих привредних система у државном власништву, јачање конкурентности привреде и посебно унапређење услова пословања у земљи, који ће ојачати капацитете домаће привреде за бржи и значајнији раст инвестиција и извоза. У том сегменту се посебно истичу реформе којима се смањује административно оптерећење привреде (како у области процедура за започињање бизниса, тако и механизми решавања неликвидности и процедуре затварања пословања). У области финансијског система се истиче као недостатак пословање у сегменту приватних инвестиционих фондова (EBRD, 2015). Главни фокус економске политике земље, у периоду након глобалне економске кризе, је привредни развој заснован на инвестицијама и извозу. У том сегменту је посебно важно дефинисати секторе који имају највећи потенцијал да покрену домаћу економију, при чему је акценат на секторима разменљивих добара, посебно прерађивачкој индустрији и сектору услуга које могу бити предмет међународне размене.

Позиција Србије треба бити унапређена и знатно боље рангирана, према међународним индикаторима о условима пословања и мерења конкурентности које обрачунавају и објављују међународне организације. На листи услова за пословање (енг. Doing Business) коју објављује Светска банка, Србија је за 2015. годину рангирана на 59 позицији, од 189 земаља за које се овај индикатор обрачунава (World Bank Group, 2015). Позиција Србије је унапређена за девет места, али се земља налази на другој половини листе посматрано према појединачним сегментима услова за пословање, у региону Централне Европе и Азије и групи земаља истог нивоа развијености (енг. Upper middle income countries). Према субнационалном индексу рангирања који обухвата 22 града у седам земљама Југоисточне Европе, градови Србије (Београд,

Крушевац, Ужице, Врање и Зрењанин) нису у свим сегментима<sup>453</sup> ранжирани при врху листе. Иако је у одређеним сегментима, током 2015. године, остварен значајан напредак (издавање грађевинских дозвола и процедуре плаћања пореза) регистровано је погоршање позиције Србије у области добијања кредита, за седам позиција на 59 место. Ова област се мери преко четири индикатора чији је скор погоршан у односу на претходну годину (индекс јачине заштите власничких права који се рангира 0–12, индекс дубине кредитних информација који се рангира 0–8, покривеност кредитног регистра и покривеност кредитног бироа који се исказују као учешће у укупном броју пунолетних грађана). У оквиру Глобалног индекса конкурентности (енг. The Global Competitiveness Report 2015–2016) Светског економског форума за 2015–2016. годину Србија се налазила на 94 месту у оквиру 140 привреда које су обухваћене истраживањем. Овај композитни индекс се формира на основу дванаест стубова конкурентности<sup>454</sup> који су класификовани у три групе: основни захтеви, фактори повећања ефикасности и фактори иновативности и софицираности. Током 2015. године најлошије су биле ранжиране области квалитет инфраструктуре, софицираност пословања и развијеност финансијских тржишта, при чему је побољшање остварено у области образовања здравства и макроекономског окружења. И према глобалном индексу конкурентности област развијености финансијског тржишта је у Србији назадовала током 2015. године на основу оцене анкетираних узорка привреде и квантитативних података у међународним базама. И у истраживањима које спроводе Светска банка и Европска банка за обнову и развој о пословном окружењу у земљама у транзицији (енг. The business environment in the transition region)<sup>455</sup> извори финансирања су, осим сиве економије и нестабилних услова пословања, били идентификовани као једна од кључних препрека пословању.

У Србији је доминантан финансијски систем заснован на банкама, и у том погледу је јасно да је приоритет даље јачање банкарског сектора и развој финансијског посредовања али посебно уз мере јачања финансијског тржишта, као механизма директног система финансирања. Стабилност домаћег финансијског система је

---

<sup>453</sup> Услови за отпочињање пословања, Добијање грађевинских дозвола, Регистрација власништва и Реализација уговора. Линк: <http://www.doingbusiness.org/Rankings/south-east-europe/>.

<sup>454</sup> Стубови конкурентности: Основни захтеви (1. Институције; 2. Инфраструктура; 3. Макроекономска стабилност; 4. Здравство и примарно образовање), Фактори повећања ефикасности (5. Високо образовање и обука; 6. Ефикасност тржишта добара; 7. Ефикасност тржишта рада; 8. Софицираност финансијског тржишта; 9. Технолошка спремност; 10. Величина тржишта) и Фактори иновативности и софицираности (11. Софицираност пословних процеса; 12. Иновације).

<sup>455</sup> Линк: <http://ebrd-beeps.com/wp-content/uploads/2015/09/BEEPSV-complete.pdf>.

одржана у периоду након избијања глобалне економске кризе, али је највећа последица по пословање приватног сектора чињеница да је улога банака, као доминантног покретачког чиниоца привредног развоја, увелико смањена у односу на улогу пре кризе. Стабилизација финансијског сектора и подстицај обезбеђењу услова за раст кредита кључни су приоритети у наредном периоду. Област подстицања кредитирања се посебно односи на кредитирање малих и средњих предузећа, које треба да реализују банкарске и небанкарске финансијске институције. Посебно важна област кредитирања је подстицање кредитирања у националној валути, у складу са процесом неопходне динаризиције финансијског система Србије. Наиме, висок ниво евроизације националног финансијског система утиче на велику изложеност финансијског система кредитно–девизном ризику, што је један од кључних унутрашњих ризика одржавања стабилности финансијског система (Народна банка Србије, 2015). Стога је неопходно све категорије нефинансијског сектора привреде адекватно информисати о ризику девизног курса и упозорити на валутни ризик. Неопходно је додатно промовисати динарске финансијске инструменте, како на страни понуде тако и тражње финансијских услуга (шtedња и кредити). Паралелно с овим политикама спроводи се и национални програм решавања проблематичних кредита који су у Србији на изузетно високом нивоу у односу на укупно одobreне кредите. У сегменту пословања сектора осигурања, бројне су препоруке за унапређење пословања. У највећем делу се односе и на остале небанкарске финансијске посреднике на домаћем финансијском тржишту. Кључни изазов је повећање учешћа небанкарских финансијских институција уз брже усклађивање свих прописа са правним тековинама ЕУ. Кључне области унапређења пословања ових институција су корпоративно управљање, посебно јачање улоге и капацитета надзорних одбора. Поред тога, неопходно је унапредити управљање ризицима, технике вредновања улагања, повећати транспарентност пословања, едуковати ширу јавност о услугама које небанкарске финансијске институције нуде у оквиру финансијског система. Кључни изазови домаћег финансијског сектора у наредном периоду су унапређење доступности дугорочних извора финансирања и повећање удела депозита у националној валути у укупним депозитима. С обзиром на велику зависност банака у страном власништву, неопходно је смањити ослањање на финансирање из иностранства, односно, повлачење средстава од матичних банака.

Финансијски систем Републике Србије је, и у периоду након глобалне економске кризе, остао стабилан што је изузетно значајно с аспекта утицаја првог

таласа кризе. Банкарски систем је адекватно капитализован и ликвидан, и поред проблема који су се испољили у функционисању домаћих банака, од којих су четири пропале након 2011. године.<sup>456</sup> Ипак, успорен економски опоравак и значајна депресијација домаће валуте током овог периода водили су повећаном учешћу ненаплативих кредита у укупним бруто кредитима. Једна од кључних препрека економском расту и развоју јесте управо неадекватан приступ финансијама. Стога је унапређење услуга и стабилности финансијског система у наредном периоду неопходан за раст економске активности у земљи која може подстаћи раст запослености, што је једна од најзначајнијих тема економске политике у земљи. Стабилан финансијски сектор, који је доступан привредним субјектима свих сектора и величине, представља сегмент који се неизоставно мора унапредити. У том погледу је неопходн даљи развој нових производа и услуга које банке пружају својим клијентима, посебно у домену финансирања сектора малих и средњих предузећа.

Посебно је поражавајућа чињеница да је домаће тржиште капитала недовољно развијено и још увек у фази развоја, с обзиром на амбициозне програме развоја од 2000. године. На финансијском тржишту се највише тргује државним хартијама од вредности и меницама Народне банке Србије. Чињеница да менице НБС могу куповати само банке, указује на недовољно учешће осталих сектора привреде на финансијском тржишту. Посебно се истиче проблем слабе ликвидности секундарног тржишта као и чињеница да је неразвијено тржиште корпоративних обвезница (Đulić & Živković, 2012). И тржиште државних обвезница, које је развијеније, према свим параметрима заостаје у односу на земље у региону, посебно по сегменту секундарног трговања. Тржишна капитализација Београдске берзе је, у периоду након глобалне економске кризе драстично смањена као и учешће у БДП–у. Кључни изазови развоја домаћег тржишта капитала су креирање бољих услова за јачање ликвидности тржишта обвезница, развој фондова приватног капитала као и повећање транспарентности пословања, управљања ризицима и унапређење корпоративног управљања у овом сегменту финансијског тржишта.

Овакав преглед развијености банкарског и небанкарског сегмента финансијског система у Србији указује на основне факторе због којих се домаћи привредни субјекти углавном финансирају коришћењем кредита које одобравају банке. Иако је долазак

---

<sup>456</sup> Пољопривредна банка Агробанка, Привредна банка Београд, Металс банка, Београд и Развојна банка Војводине.

страних банака у Србију од 2001. године у великој мери унапредио и повећао понуду кредита сектору привреде и становништва, раст кредита приватном сектору је успорен у годинама након глобалне економске кризе.

У посткризном периоду економског развоја у Србији, једну од најпроблематичнијих области услова пословања представља веома успорен напредак у унапређењу приступа изворима финансирања. У бројним анкетама домаће привреде истиче се да су финансијска подршка за пословање и скупе позајмице један од водећих фактора недовољно подстицајног пословног окружења. Ово је ограничавајући фактор реализације потенцијалних инвестиција, при чему се указује да неприступачност додатних финансијских средстава представља ограничавајући фактор расту и развоју привреде. Политике унапређења стабилности финансијског система и развоја финансијског тржишта преваходно зависе од темпа општих реформи, које креирањем повољнијег амбијента за пословање и унапређењем основних макроекономских показатеља могу допринети напретку у овом сегменту, затим од јачања капацитета јавног апарата и подстицајних мера које су директно усмерене ка развоју појединачних сегмената финансијског тржишта.

Процес приступања Србије Европској унији, односно, суштински напредак ка добијању чланства у ЕУ поставља пред домаћим креаторима економске политике значајне изазове у погледу идентификације и реализације коначних транзиционих решења. Процес приближавања Европској унији уводи Србију у последњу фазу транзиције и неизоставно намеће проналазак дуго одлаганих, најтежих и најважнијих транзиционих решења. Реализација ових промена је додатно отежана с обзиром на чињеницу да је глобална економска криза значајно уздрмала пословање, као и да је цела привреда додатно ослабљена недоследним спровођењем нужних реформи у периоду од 2000. године. Највећи проблем је неравномерна регионална развијеност и високе стопе незапослености (посебно незапосленост младих) које ослабљена привреда и недовољно подстицајни услови за пословање не могу решити без координисане националне политике. Модел развоја домаће привреде, заснован на расту кредита и приватној потрошњи није резултирао жељеним економским напретком земље, при чему реформе реализоване након 2008. године које су истицале раст извоза и инвестиција нису у потпуности оствариле циљеве економске политике. Стога је за период од 2015. године као развојни приоритет земље дефинисано јачање приватног сектора (посебно пословање малих и средњих предузећа) кроз унапређење услова за

пословање и подстицаје улагању, инвестирању и извозу, при чему је најзначајнија компонента овог процеса финансијски сектор, који стабилним пословањем може обезбедити реализацију наведених циљева. На страни нефинансијског сектора привреде неопходно је повећати учешће приватног сектора у привреди и посебно унапредити конкурентност овог дела привреде. У том погледу је од највећег значаја обезбедити највиши квалитет запослених у свим сегментима организације пословања и радити на усвајању основних препорука и смерница корпоративног управљања. Све ове области захтевају адекватне изворе финансирања, и приступ предузећа широкој палети понуде финансијских средстава посредством финансијског система. Усклађивање законодавства са правним тековинама ЕУ и правилна примена смерница и одредби, створиће предуслове за висок степен стабилности финансијског система. Истовремено се утиче на побољшање положаја учесника на финансијском тржишту, као и корисника финансијских услуга. Стога је веома важно уређење свих питања која се тичу делатности из ове области што ће водити квалитетнијој понуди услуга на тржишту. Посебан сегмент чини заштита потрошача и њихово информисање о услугама које нуде финансијске институције, било да се ради о услугама платног промета, кредита или осигурања.

Привредни раст и развој земље зависи од бројних фактора на почетку транзиционог периода, нивоа финансијског развоја, осталих карактеристика земље, необухваћених фактора и ефекта времена. Финансијски развој земаља у транзицији заостаје у односу на развијене земље, иако су у сегменту одређених делова финансијског система подаци са развијеним привредама упоредиви, бројни сегменти небанкарског дела привреде су слабије развијени. Иако су финансијска тржишта у земљама ЦЕ5 и Србији знатно плића него што би се могло очекивати према подацима о нивоу развијености (мерено бруто домаћим производом по становнику), истраживање је показало да повећање тржишне капитализације утиче на привредни раст. Највећи разлог недовољне развијености финансијског тржишта су недовољно развијене институције, и чињеница да је ограничен приступ спољним изворима финансирања успорио развој финансијских тржишта. Ефикасна финансијска тржишта су она која су развијена и стабилна. Појам финансијске развијености указује на дубину и капацитет посредовања финансијског система, укључујући доступност и ликвидност кредита, акцијског капитала, осигурања и осталих финансијских производа. Уз задати ниво



финансијске стабилности, финансијска развијеност утиче на привредни развој путем четири правца (World Economic Forum, 2015):

- развијена финансијска тржишта омогућавају обједињено преузимање ризика и финансирање ризичнијих и продуктивнијих пројеката. Без капацитета за преузимањем ризика, индивидуални инвеститори би били спремнији за улагање у мање и пројекте слабијег ризика, који обезбеђују и ниже приносе. Развијена финансијска тржишта олакшавају индивидуалним инвеститорима процес диверсификације ризика уедно обезбеђујући малим и средњим предузећима приступ финансијама. Ово је посебно значајно с аспекта динамичности и иновативности пословања малих и средњих предузећа, у које је улагање ризичније али с већим изгледима повећања продуктивности,
- развијена финансијска тржишта унапређују алокацију капитала ка свим инвестиционим алтернативама у складу са исказаним склоностима инвеститора за улагања. На овај начин су омогућена улагања у различите инвестиционе пројекте, који носе различит ниво ризика али и пружају веће шансе за унапређење продуктивности,
- велики финансијски посредници могу развити дугогочну финансијску сарадњу са компанијама и инвестирати средства знатно продуктивније у односу на индивидуалне финансијере. Дугорочна финансијска сарадња обезбеђује надзор пословања компанија зајмопримаца и много продуктивније позајмљивање средстава зајмодаваца у оваквим финансијским релацијама и
- развијен банкарски систем је у стању да обезбеди ефикасан платни систем, чиме је омогућено смањење трансакционих трошкова повезаних с разменом добара и услуга, који генеришу продуктивност.

Истраживање је показало да развој финансијских тржишта у земљама ЦЕ5 води остварењу већих стопа привредног раста, чиме је доказано да позитивно утичу на макроекономске перформансе привреде. Пораст учешћа тржишне капитализације за 1% БДП–а, током једне године утиче на интензивирање реалне стопе привредног раста за 0,79 процентних поена у истој години. Регресиони модел је обухватио и утицај финансијске кризе, чиме је доказано да је глобална финансијска криза имала негативан утицај на реалну стопу раста БДП–а у земљама ЦЕ5. Овакав утицај на транзициони модел развоја финансијског тржишта, представља адекватан репер оцени значаја финансијског тржишта за економски раст и развој у Србији. У условима када се

економска политика земље ослања на инвестиције и извоз као основне детерминанте привредног раста и развоја у наредном периоду, као и јачање сектора малих и средњих предузећа, јасно је да су извори финансирања неизоставан предуслов реализације наведених циљева. Основни стратегијски циљ развоја финансијског система у наредним годинама је одржавање стабилности система банкарских и небанкарских финансијских институција и финансијских тржишта, уз јачање конкурентности и капацитета и директних и индиректних система финансирања у земљи. Развој различитих облика финансијског посредовања треба деловати у правцу смањења трошкова финансијског посредовања и обезбедити већу доступност извора финансирања свим корисницима привредног сектора. У том правцу је неопходно развијати алтернативне системе финансијског посредовања како би се повећала понуда финансијских услуга. Паралално с овим процесом, неопходно је едуковати кориснике финансијских услуга о новим инструментима што, уз стабилне макроекономске услове пословања, представља прави пут развоја финансијског система Србије у наредним годинама.

## ЗАКЉУЧАК

Стабилни и ефикасни финансијски системи су саставни делови развијених тржишних привреда који обезбеђују усклађеност финансијских тржишта, институција и инструмената. Основне функције финансијског система су сервисирање осталих области привреде, чиме се подстиче економска активност. С обзиром на сложеност концепта међузависности финансијског система и економског развоја, проучавање традиционалне и савремене литературе и емпиријских истраживања потврђују тезу да су финансије значајна детерминанта привредног развоја. Друштвено економски развој су обележили различити ставови и схватања појма финансијског система. Према класичној економској теорији у привреди постоји стална економска равнотежа, која се на тржишту робе, рада и капитала успоставља нивоом цена, реалних зарада и каматних стопа. У Кејнзовом моделу привреда није увек у стању равнотеже, што захтева активну улогу државе у области монетарне политике, политике пореза и јавних расхода. Нова класична економија полази од становишта да се привредни субјекти рационално понашају и ефикасно процењују економска кретања у наредном периоду, на основу расположивих информација. Према неолибералном аспекту развоја привреде истиче се развојна улога финансијског система који, повезивањем штедње и инвестиција, доприноси привредном расту и развоју. Дакле, савремена финансијска теорија је сложена целина великог броја различитих концепата, који систематизују знање о финансијским одлукама. Детаљније проучавање релација између финансијског система и агрегатне производње почиње крајем осамдесетих година прошлог века. Разлог су били ставови креатора макроекономских политика да финансијска тржишта и институције завређују детаљнија истраживања, пошто значајно условљавају динамику и раст производње.

Основна функција економије је ефикасна алокација капитала, која се постиже инвестирањем у профитабилне и иновативне секторе. Инвестиције представљају значајну компоненту привредног раста, при чему су за сваку националну привреду посебно значајне инвестиције које се финансирају из домаће штедње. Међутим, у периоду економске кризе јавља се недостатак средстава за финансирање, што утиче на успоравање привредног раста. Улога финансијског система, као посредника у повезивању штедње и инвестиција је важна са аспекта привредног развоја, и понуде алтернативних производа за улагања. Дакле, финансијски систем има значајну улогу у

развоју савремених привреда с обзиром да пружа информације о инвестицијама, обезбеђује имплементацију корпоративног управљања и управљања ризиком, обезбеђује мобилизацију штедње и трансакције.

Ипак, финансијски системи националних економија нису на истом нивоу развијености, што је један од фактора различитог темпа економског раста. Развијени финансијски системи су они који обезбеђују несметан приступ финансијама и у складу су са потребама економских учесника. Развој финансијских институција и тржишта је условљен културним, етичким, правним, политичким и географским разликама. Специфичност финансијских система земаља ЦЕ5 и Србије, у односу на развијене тржишне системе, је доминација банака, у односу на остале финансијске посреднике (инвестициони фондови, пензиони фондови, осигуравајућа друштва, финансијски лизинг). Емпиријска истраживања о развијености финансијског система у земљама у транзицији, и утицају на економски раст, релативно су новијег датума и најчешће су праћена недостатком адекватних података. Истраживања покушавају да пронађу одговоре о механизмима путем којих развој финансијског система у условима транзиције, утиче на квалитет макроекономских перформанси привреде.

Економске кризе, које се догађају на финансијским тржиштима широм света, најчешће се приписују људском фактору и структури економског система. Анализе досадашњих економских криза резултирале су закључцима да су настајале под утицајем људске психологије. Тиме се објашњава склоност преузимању ризика у периоду привредног успона и страха од финансијске пропасти у периоду пада. Уз владајућу идеологију слободног тржишта и моћ саморегулације, нерегулисано тржиште финансијских деривата и шпекулативне активности водили су настанку глобалне економске кризе. Процес глобализације, који је захватио и финансијски систем, утицао је на промене услова пословања на свим националним тржиштима. Инвеститори су склони да се приликом повлачења са једног тржишта, најчешће повлаче и са осталих тржишта у региону. То указује на индиректну повезаност финансијских тржишта. Анализа преломних периода који су значајно уздрмали функционисање глобалног финансијског тржишта пружила је увид на утицај којим криза делује на финансијска тржишта. Примарни узрок азијске кризе био је нерегулисани и корумпирани банкарски сектор, непостојање контроле кретања капитала и политике девизног курса која је резултирала озбиљним дефицитима биланса плаћања по текућим трансакцијама. Ова криза је указала на потребу за

преиспитивањем неолибералног консензуса и мера ефикасности финансијских система, као и потребу контроле кретања капитала. Почетак глобалне финансијске кризе, у првој половини 2007. године, везује се за период јефтиног новца и кредитне експанзије. Узрок глобалне кризе је неодговорна политика одобравања кредита и реализација ризичних кредита финансијских институција. Узроци кризе су одсуство квалитетне регулативе и супервизије финансијских институција, слаба корпоративна контрола, самовоља берзанских учесника, потцењивање реалних ризика и коришћење ризичних финансијских инструмената. У овом периоду је претерано растао виртуелни и шпекулативни капитал. Процес дерегулације сектора финансијских услуга, од средине осамдесетих година прошлог века, под утицајем неолибералног мишљења, водио је убрзаном расту величине и значаја финансијског сектора. Либерализација и смањење баријера између комерцијалног и инвестиционог банкарства водили су креирању сложених финансијских конгломерата с великим утицајем у међународном пословању. Светска економска криза се манифестовала кризом хипотекарног тржишта у САД и временом прелила на остале континенте, резултирајући кризом јавног дуга у великом броју земаља Европе и, посебно, смањеним приливом капитала у земљама у транзицији. Преливање кризе на остала финансијска тржишта настало је услед савремене глобалне повезаности, при чему се у основи кризе налази људски фактор и неефикасна регулатива пословања. Светска привреда се, током глобалне економске кризе, суочила с озбиљним проблемом губитка поверења и најдубљом рецесијом од 1929. године. Појава економских криза, резултирала је преиспитивањем квалитета регулативе финансијског сектора, улоге и надлежности међународних и националних финансијских институција. Било је неопходно унапредити сигурност финансијског система и ојачати отпорност у периодима кризе, с обзиром на важну улогу коју финансијски систем има у процесу развоја и одржавања стабилности националних привреда. Постало је јасно да се финансијска регулатива мора ојачати с обзиром на чињеницу да је у кратком периоду захватила цео свет и веома брзо се прелила са финансијског на реални економски сектор. У том погледу, било је неопходно промене увести што пре, уз адекватно раздвајање и дефиницију свих области финансијског система које морају бити унапређене. Дотадашњи међународни регулаторни оквир за банке остављао је простор националним ауторитетима за имплементирање међународних смерница. То је резултирало неравномерном и неуједначеном применом појединих одредби на националним тржиштима. Унапређење финансијске

стабилности, захтевало је промене у свим националним политикама, почев од пруденционе, монетарне, фискалне и макроекономске политике, преко јачања тржишне дисциплине, супервизије, транспарентности пословања и управљања ризицима у финансијском сектору, до реформе политика у нефинансијском приватном сектору у областима корпоративног управљања, управљања ризицима пословања и већој одговорности свих учесника на тржишту.

Глобална економска криза је резултирала преиспитивањем вредности основних параметара макроекономске политике у савременим условима пословања, као и улоге монетарне и фискалне политике, и осталих појединачних националних политика. Показало се да је ризик настанка кризе могуће, више или мање, повезати са макроекономским варијаблама. Кретања неких од параметара се могу тумачити као извесни показатељи настанка кризе. На другој страни, криза је драстично погоршала неке од макроекономских варијабли, посредним или непосредним путем. И земље у успону и транзицији су погођене глобалном економском кризом, чији се утицај на макроекономске варијабле огледа у смањењу националне производње, погоршању планобилансних позиција, расту незапослености и спољне задужености, као и смањењу продуктивности, у периоду након избијања кризе. Показало се да је ниво националне штедње важан показатељ сигурности, поготово у случајевима раста јавног дуга, који се финансира домаћом штедњом и другим средствима. Проблеми с којима се цео свет суочава, читаву деценију након избијања кризе, указују на основне слабости услед раста задужености, ниског раста продуктивности у периоду након кризе и недовољно маневарског простора у области јавних политика за решавање актуелних проблема. Општи тренд постаје већа склоност преузимању ризика на финансијским тржиштима, уз мању спремност преузимања ризика у реалној привреди. Координација активности на глобалном нивоу одвија се кроз мрежу различитих облика институционалне сарадње и координације. Финансијска криза је допринела постављању питања регулације, као и надзора и управљања кризним ситуацијама. У налету глобалне економске кризе улога влада земаља се сводила на мере фискалне политике које стимулативно делују на привредни раст, док су централне банке биле усмерене на мере монетарне политике. Управо спрега ефикасне координације мера монетарне и фискалне политике требало је да резултира ублажавањем и заустављањем негативних ефеката кризе и стварањем окружења за економски раст.

Почетком деведесетих година двадесетог века земље комунистичког блока започеле су процес трансформације централно планских привреда у слободне тржишне привреде. Процес транзиције је резултирао различитим исходима који су у највећој мери зависили од историјског, културног, економског и политичког наслеђа и приступа транзицији. Основни циљ транзиције је стварање конкурентног тржишта и изградња стабилних институција тржишне привреде. Овај процес, који је отпочео 1989. године, резултирао је значајном променом политичког и економског амбијента националних ентитета у Европи и настајањем нових, тржишно уређених, држава које су временом забележиле привредни раст и постале важне карике међународног тржишта. Транзициони процес у земљама ЦЕ5 које су прошле трансформацију друштвено економског система, у првих пет година је донео бројне проблеме и рецесију уз макроекономске дисбалансе (БДП, инфлација, фискални салдо, незапосленост), али су у каснијим фазама транзиције постепено почеле да се успостављају унутрашње и спољне равнотеже. Скоро све транзиционе привреде су прошле кроз фазе рецесије током првих година транзиције, истовремено се суочавајући с великим потребама за улагањем, посебно у инфраструктуру, и потребом рационализације јавне администрације. Ефикасна изградња институција је омогућила брзу интеграцију ових земаља у светску привреду, при чему је искуство показало да је стабилан институционални амбијент један од најзначајнијих предуслова успешног процеса транзиције. Резултати транзиције у земљама ЦЕ5, исказани макроекономским параметрима, донекле се разликују, при чему је заједничка карактеристика да су успеле да значајно модификују своју привредну структуру, након почетног успоравања привредног раста и у каснијим фазама транзиције одрже високе стопе раста.

Транзициона реформа је подразумевала и транзицију финансијских система, што је био сложен и обиман процес и у земљама ЦЕ5 и Србији, којим је требало испунити низ циљева. Показало се да су ефикасност и конкурентност финансијских система много важнији за економски раст у односу на величину финансијског система. Развој финансијског система, који је важан сегмент реформи у земљама у транзицији, обухватао је две целине, приватизацију банкарског сектора и отварање домаћег финансијског сектора страним инвеститорима, уз целокупну реформу и формирање тржишта хартија од вредности. Банке земаља у транзицији су, услед неразвијености финансијског тржишта, примарни канал финансирања привреде јер банкарски сектор има најзначајнију улогу у финансијском систему транзиционих земаља. Истиче се

значај развоја осталих сегмената финансијског тржишта с обзиром на позитиван утицај на економски развој, услед олакшаног приступа сектора предузећа изворима финансирања. Искуство привреда ЦЕ5 за проучавање развоја финансијског система у Србији је значајно, јер се исти процес десет година касније одиграо у домаћој привреди. Земље ЦЕ5 су, у периоду социјализма имале неразвијен финансијски систем. Либерализација тржишта и формирање ефикасних институција у финансијском сектору представљало је значајан изазов за земље у транзицији, посебно услед чињенице да је формирање тржишно оријентисаних банкарских система отпочело без претходних искустава, уз проблеме с почетком примене правила финансијске контроле као и без транспарентности пословања. Након прихватања контролних правила Европске уније, системских решења и едукације на свим нивоима, већина ових земаља је постигла запажен напредак и у развоју тржишта капитала, након чега је унапређена тржишна инфраструктура и ефикасност финансијског система. И финансијски систем Србије је, након 2000. године, потпуно отворен за улазак страних банака, при чему се економска политика до глобалне кризе базирала на прекомерној јавној и личној потрошњи, расту спољне задужености и неефикасној приватизацији, што је довело до негативне промене привредне структуре наше земље. Макроекономски амбијент Србије је, за разлику од ЦЕ5 детерминисан наслеђеном привредном структуром из периода пре транзиције, која је била под утицајем периода рата и санкција, затим недоследном економском политиком после 2000. године и утицајем глобалне финансијске кризе од 2008. године.

Детаљна анализа земаља ЦЕ5 је усмерена ка сагледавању улоге доминантних финансијских институција и финансијских тржишта, као и корелисаност са одабраним макроекономским показатељима (привредни раст, стопа запослености, инфлација, стране директне инвестиције и текући рачун платног биланса). Земље ЦЕ5 су прву фазу реформи спровеле у периоду 1989–2000. године, односно, успешно заокружиле процесе приватизације, либерализације цена и спољнотрговинске политике, као и макроекономску стабилизацију. Последице глобалне финансијске кризе, које су видљиве у ЦЕ5, одразиле су се и на стабилност финансијског система Србије, у ком доминира банкарски сектор. Процес транзиције који се у Србији спроводи од 1989. године, дели се на два периода, односно период до 2000. године у току ког није било значајнијег транзиционог помака и стога није обухваћен у овом истраживању. Период



након 2000. године може дефинисати као закаснела транзиција, поготово поредећи ситуацију у Србији са напретком у контролној групи земаља ЦЕ5.

Економске реформе у периоду од 2000. године нису резултирале значајним унапређењем и повећањем улоге финансијских тржишта у економском развоју, што додатно отежава приступ изворима финансирања. Неразвијено тржиште капитала указује на мање учешће небанкарских извора финансирања у пословању сектора привреде, што утиче на спорији темпо привредног раста. Доминација банкарског сектора у финансијском систему Србије резултирала је нарастањем проблема ненаплативих кредита од 2008. године и додатним турбуленцијама услед лоших пласмана појединим интересним групама. Стога се намеће питање нивоа развијености и улоге финансијских тржишта у оцени квалитета макроекономских перформанси Србије током транзиције. Ограничавајући фактор развијености финансијског система у Србији је веома плитко и недовољно развијено тржиште капитала. Ниво развијености финансијског тржишта представљен је индикаторима који су изведени на основу доступних података у бази. Квалитет макроекономских перформанси исказан је коришћењем пет показатеља: бруто домаћи производ, стопа незапослености, стопа инфлације, стране директне инвестиције и текући рачун платног биланса. Економске прилике у Србији, као и у земљама у региону, су високо зависне од кретања унутар ЕУ, с обзиром да су неке од држава окружења већ чланице ЕУ, а да је код осталих остварен значајан напредак у интеграцијама привреда ка Унији. Србија спада у земље које су оствариле привредни раст уз значајно висок дефицит текућег рачуна платног биланса, који се финансирао приливом на капиталном и финансијском рачуну. Преткризни период карактерише дерегулација и раст интеграције финансијских тржишта у свету уз експанзивну монетарну политику. Таква ситуација је резултирала понудом капитала који је у земљама у транзицији коришћен за финансирање високих спољних дефицита. Ипак, тај капитал није долазио у форми директних инвестиција у производњу, већ кроз кредитне аранжмане и прилив у процесу приватизације.

Перспективе развоја финансијских тржишта у Србији се могу сагледати на основу искуства земаља Централне Европе (ЦЕ5), с тим да је неопходно обухватити и утицај глобалне економске кризе. Анализа утицаја финансијског система на привредни раст није могућа без осврта на ризике и потенцијале развоја финансијског система у савременим условима. При том се указало на све специфичности транзиционог развоја финансијског система кроз који су прошле земље Централне Европе, и анализирао

савремен глобални финансијски систем и глобална економска криза. Анализа је неопходна услед чињенице да је пред Србијом, на путу ка придруживању Европској унији, исти процес усаглашавања регулативе и развоја институција, који су прошле реперне државе Централне Европе. Глобална економска криза резултирала је нарастајућим проблемима свих земаља Европе, при чему се преливање негативних ефеката на земље Централне Европе, врши с временским кашњењем, што не умањује проблеме и неизвесности у вођењу економске политике, пред којима се налазе ове земље али и Србија. Финансијско тржиште у Србији је на ниском нивоу развијености, док је глобална криза у великој мери успорила раст понуде кредита банкарског сектора и ограничила даљи развој, иначе плитког, финансијског тржишта. Интензитет глобалне финансијске кризе, која се у Србију прелила почев од последњег квартала 2008. године, указао је на потребу системског приступа регулацији финансијског система, имајући у виду да су трошкови финансијске кризе веома високи. Одржавање финансијске стабилности захтева конципирање одговарајућег регулаторног оквира који укључује институције, правила и процедуре. Стога је моделирана веза између нивоа развијености елемената финансијског система и показатеља квалитета макроекономских перформанси, на примеру земаља ЦЕ5 и Србије. Србија је отпочела преговоре приступању ЕУ 21. јануара 2014. године.

Другу фазу транзиције, која представља нови почетак процеса транзиције Србије ка тржишној привреди од 2000. године, карактерише веома сложена и тешка позиција, након деценијске изолације привреде (период 1990–1999. године). У оваквим околностима су и услови одржавања стабилности домаћег финансијског система, који је заснован на посредовању банака, додатно отежани. Стога је стратегијски циљ јачања финансијског система у Србији очување потенцијала раста и стабилности банкарског сектора али уз повећање конкурентности свих облика финансијског посредовања. Посебно значајан сегмент реформи обухвата и системе директног финансирања, посебно развој институционалних механизма за емитовање дужничких хартија од вредности приватног (и јавног) сектора, чиме би се додатно стимулисало финансирање инвестиција, као једног од два најважнија агрегата бруто домаћег производа у наредним година. Компаративна анализа транзиционих индикатора Србије и пет селектованих земаља Централне Европе (ЦЕ5) је показала да су земље ЦЕ5 у свим сегментима реформи остваривале боље резултате. Компаративна анализа показатеља развијености елемената финансијског система у Србији и ЦЕ5 и њихова веза са

показатељима квалитета макроекономске перформансе је показала да постоје корелације између посматраних варијабли и у ЦЕ5 и Србији. На крају је моделирана веза између нивоа развијености финансијских тржишта и привредног раста у пет селектованих земаља Централне Европе, како би се на основу њиховог искуства указало на потребу развоја финансијских тржишта у Србији. Истраживање је показало да развој финансијских тржишта у земљама ЦЕ5 води остварењу већих стопа привредног раста, уз позитиван утицај на макроекономске перформансе привреде. Пораст учешћа тржишне капитализације за 1% БДП-а, током једне године, утиче на интензивирање реалне стопе привредног раста за 0,79 процентних поена у истој години на примеру земаља ЦЕ5. Регресиони модел је обухватио и утицај финансијске кризе, чиме је доказано да је глобална финансијска криза имала негативан утицај на реалну стопу раста БДП-а у земљама ЦЕ5. Овакав утицај на транзициони модел развоја финансијског тржишта, представља адекватан репер оцени значаја финансијског тржишта за економски развој у Србији. У условима када се економска политика земље ослања на инвестиције и извоз као основне детерминанте привредног раста и развоја у наредном периоду, као и јачање сектора малих и средњих предузећа, јасно је да су извори финансирања важан предуслов реализације наведених циљева. Основни стратегијски циљ развоја финансијског система у наредним годинама је одржавање стабилности система банкарских и небанкарских финансијских институција и финансијских тржишта, уз јачање конкурентности и капацитета и директних и индиректних система финансирања у земљи. Развој различитих облика финансијског посредовања треба деловати у правцу смањења трошкова финансијског посредовања и обезбедити већу доступност извора финансирања свим корисницима привредног сектора. У том правцу је неопходно развијати алтернативне системе финансијског посредовања како би се повећала понуда финансијских услуга и трасирао ефикаснији пут развоја финансијског система Србије у наредним годинама.

## Литература:

- Abel, A. & Bernanke B. (2001). *Macroeconomics*, (4<sup>th</sup> ed.), Addison Wesley Longman, Inc.
- Avgouleas, E. (2012). *Governance of Global Financial Markets – The Law, The Economics, The Politics*. (1<sup>st</sup> ed). Cambridge: Cambridge University Press.
- Агенција за приватизацију (2010). *Анализа ефеката приватизације у Србији*. Београд: Агенција за приватизацију.
- Adarov, A. & Tchaidadze, R. (2011). Development of Financial Markets in Central Europe: the Case of the CE4 Countries. *IMF Working Paper*, IMF.
- Аквински, Т. (2010). *Биће и суштина*. Београд: Дерета.
- Akerlof, G. (1970). The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3).
- Allen, F. & Gale, D. (2007). *Understanding Financial Crises*. OXFORD University Press.
- Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., Chanda, A. & Sayek, S. (2006). How Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth? Exploring the Effects of Financial Markets on Linkages, <http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/07-013.pdf>. (Assessed, May 5, 2015).
- Аристотел (1984). *Политика*. БИГЗ, Београд.
- Aristovnik, A. (2006). The Determinants and Excessiveness of Current Account Deficits in Eastern Europe and Former Soviet Union. *Faculty of Administration*, Ljubljana: University of Ljubljana.
- Aristovnik, A. (2005a). Current Account Reversals in Selected Transition Countries, *Faculty of Administration*. Ljubljana: University of Ljubljana,.
- Aristovnik, A. (2005b). Twin Deficits Hypotesis and Horioka–Feldstein Puzzle in Transition Economies. *Faculty of Administration*. Ljubljana: University of Ljubljana.
- Atje, R. & Jovanovic, B. (1993). Stock Markets and Development. *European Economic Review*.
- Atkinson, T., Luttrell, D. & Rosenblum, H. (2013). How Bas Was It? The Costs and Consequences of the 2007–09 Financial Crisis. *Staff PAPERS*, Federal Reserve Bank of Dollars, No. 20.
- Baldwin, R. & Evenett, S. (2009). The collapse of global trade, murky protectionism, and the crisis: Recommendations for the G20. *A VoxEU.org publication*. London: Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Bank of Slovenia (2014). *Annual Report*. Ljubljana: Bank of Slovenia.
- Basel Committee on Banking Supervision (2010). *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Basel: Bank for International Settlements.
- Bean, C., Paustian, M., Penalver, A. & Taylor, T. (2010). Monetary policy after the Fall. *Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference*, Jackson Hole, Wyoming.
- Beck, A., Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (1999). *A New Database on Financial Development and Structure*. Financial Sector Discussion Paper No. 2. The World Bank.
- Bencivenga, V. & Smith, B. (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth. *The Review of Economic Studies*, Vol 58, No. 2.
- Beverelli, C., Kukenova, M. & Rocha, H. (2011). Are you experienced ? Survival and Recovery of Trade Relations after Banking Crisis. *Staff Working Paper ERSD–2011–03*. WTO.
- Bikker J., Sherrill Sh. & Spierdijk, L. (2009). Assessing Competition with the Panzar Rosse Model: The Role of Scale, Costs, and Equilibrium. *DNB Working Paper* No. 225.
- Borio C. (2015). Challenges for the global economy: A narrowing road? *Belgium Financial Forum*, Bruxelles: BIS.

- Boulding, E. (1956). General Systems Theory—The Skeleton of Science. *Management Science*, Volume 2, Issue 3.
- Brinkhus, F. (2009). Quantitative Easing Versus Credit Easing: A Comparison of the Approach Followed by the Bank of Japan in 2001–2006 and by FED from 2008 till now. *Wolpertinger Conference*, Rome.
- Bussiere, M., Pérez-Barreiro, E., Straub, R., & Taglioni, D. (2010). Protectionist Response to the Crisis Global Trend and Implications. *Occasional Paper Series no. 110*. European Central Bank.
- Вујаклија, М. (1996/97). *Лексикон страних речи и израза*. Просвета, Београд.
- Gardo, S. (2010). Bank Governance and Financial Stability in CESEE: A Review of Literature. *Focus on European Economic Integration* Q1/10.
- Garcia, F. V. & Liu, L. (1999). Macroeconomic Determinants of Stock Market Development. *Journal of Applied Economics*, Vol. II, No. 1.
- Gaytaranov, J. (2013). *Export Performance of Transition Countries*. The University of Georgia.
- Giorgio, G., Noia, C., & Piatti, L. (2000). Financial Market Regulation: The Case of Italy and a Proposal for the Euro Area. *Financial Institution Center*. The Wharton School. University of Pennsylvania.
- Gomulka, S. (2000). Macroeconomic Policies and Achievements in Transition Economies 1989–1999. *Economic Commission for Europe*. Annual Seminar. United Nations.
- Goodhart, C. A. E., & Tsomocos, D. P. (2012). The challenge of financial stability: A new model and its applications, *Edward Elgar Publishing Ltd*.
- Goodhart, C. A. E., Sunirand, P. & Tsomocos, D.P. (2004). A model to analyse financial fragility: applications, *Journal of Financial Stability*, No. 1.
- Gonzalo, J. (2013). Export Diversification in Twelve European and Central Asian Countries and the Role of the Commodity Boom. *Policy Research Working Paper 6472*. Poverty Reduction and Economic Management Network International Trade Department (World Bank).
- Goldfajn, I. & Valdés, R. O. (1997). Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity. *International Monetary Fund Research Department*, IMF Working Paper WP/97/87.
- Goldsmith, R. W. (1969). *Financial Structure and Development*. New Heaven, CT: Yale University Press.
- Goldstein, M. (1998a). The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications. Washington, DC: *Institute for International Economics*.
- Goldstein, M. & Hawkins, H. (1998b). The Origin of the Asian Financial Turmoil. *Research Discussion Paper 9805*, Institute for International Economics, Economic Analysis Department, Reserve Bank of Australia.
- Gregory, R., Henn, C., McDonald, B., & Saito, M. (2010). Trade and the Crisis: Protect or Recover. *IMF Strategy, Policy and Review Department*. IMF.
- Greenwood, J. & Jovanovic, B. (1990). Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 5.
- Damijan, J., Kostevc, C., & Rojec, M. (2013). Global supply chains at work in Central and Eastern European Countries: Impact of FDI on export restructuring and productivity growth. *LICOS Centre for Institutions and Economic Performance*, Discussion Paper Series, No. 332.
- Darrat, F. A. (1999). Are Financial Deepening and Growth Causally Related? Another Look at the Evidence. *International Economic Journal*, Vol.13, No.3.

- De Haas, R. (2004). Finance, law and Growth during transition: a survey. *De Economist* 152, Kluwer Academic Publishers. Netherland.
- Demertizis, M. & Pontuch, P. (2013). The role of FDI in preventing imbalances in the euro area. *Quarterly Report on the Euro Area 2013*, Volume 12.
- Demirgüç-Kunt, A. & Peria, M. S. M. (2010). A Framework for Analyzing Competition in the Banking Sector: An Application to the Case of Jordan. [https://blogs.worldbank.org/files/allaboutfinance/A%20framework%20for%20analyzing%20competition%20in%20the%20banking%20sector\\_113010-WP.pdf](https://blogs.worldbank.org/files/allaboutfinance/A%20framework%20for%20analyzing%20competition%20in%20the%20banking%20sector_113010-WP.pdf). (Assessed on March 22, 2014).
- Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (1996). Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview. *World Bank Economic Review* Vol. 10.
- De Soto, J. H. (2012). Money, Bank Credit, and Economic Cycles. *Ludwig von Mises Institute*. Auburn Alabama.
- Diamond, D. & Rajan, R. (2001). Liquidity risk, creation, and financial fragility: A theory of banking, *Journal of Political Economy*, Vol. 109, No. 2.
- Dombret, A. R. & Lucius, O. (2013). Stability of the financial system: Illusion or feasible concept? *Edward Elgar Publishing Ltd*.
- Dowd, K. & Hutchinson, M. (2014). How Should Financial Markets be Regulated? *Cato Journal* Vol. 34. Cato Institute.
- Драгутиновић, Д. (2008). Моћ и немоћ монетарне политике у успостављању равнотеже између платнобилансних циљева и циљева инфлације. *Радни папири*. Београд: Народна банка Србије.
- Duisenberg, D. W. F. (2001). *The role of financial markets for economic growth*. Vienna: ECB.
- Duca, M. & Stracca, L. L. (2014). The Effect of G20 Summits on Global Financial Markets. *Working Paper Series No. 1668*. European Central Bank.
- Ђулић, К & Џивковић, В. (2012). Tržište korporativnih obveznica u Srbiji. *Kvartalni monitor br. 30*. Beograd: FREN.
- Evenett, S. J. (2008). Analyses of Contemporary Protectionism – The Landscape of Crisis–Era Protectionism. *University of St. Gallen and CEPR*.
- Eichengreen, B., Rose, A. K. & Wyplosz, Ch. (1996). Contagious Currency Crises. *Working Paper 5681*. NBER Working Paper Series. Cambridge;
- EBRD (2015). EBRD Transition Report 2015–16. London: EBRD.
- Esposito, P. & Stehrer, R. (2009). Effects of High–Tech Capital, FDI and Outsourcing on Demand for Skills in West and East. *Working Papers / 51*. The Vienna Institute for International Economic Studies.
- ЕУ инфо центар (2015). *Преговарачка поглавља: 35 корака ка Европској унији* (II издање). Београд: Информациони центар Европске уније.
- European Commission (2015). Building a Capital Markets Union. *SWD(2015) 13 final Green paper*. Brussels: European Commission.
- European Commission (2014). A comprehensive EU response to the financial crisis: substantial progress towards a strong financial framework for Europe and a banking union for the eurozone. Brussels: European Commission.
- European Commission (2010). *Europe 2020 A strategy for smart, sustainable and inclusive growth*. Brussels: COM(2010) 2020 final. Brussels: European Commission.
- Esposito, P. & Stehrer, R. (2009). Effects of High–Tech Capital, FDI and Outsourcing on Demand for Skills in West and East. *Working Papers 51*. The Vienna Institute for International Economic Studies.

- European Commission (2010). Trade as a Driver of Prosperity. *Staff Working Paper accompanying the Commission's Communication on Trade, Growth and World Affairs*. Brussels: European Commission.
- European Commission (2011). Trade and Investment Barriers Report 2011 – Engaging our strategic economic partners on improved market access: priorities for action on breaking down barriers to trade. COM (2011) 114. Brussels: European Commission.
- European Commission (2013). EU Candidate and Pre-Accession countries Economic Quarterly. *CCEQ*. Economic and Financial Affairs. Brussels: European Commission.
- International Monetary Fund (2015a). United States Financial System Stability Assessment. *IMF Country Report No 15/170*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (2015b). United States Financial System Stability Assessment. *IMF Country Report No 15/170*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (2015v). World Economic Outlook (WEO). Washington D.C.: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (2014). *Database on Financial Development and Structure* (updated Version), Washington D.C.: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (2012). World Economic Outlook: Growth Resuming, Dangers Remain. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (2008). Balance of Payments and International Investments Position Manual, Six Edition – BPM 6, Washington D.C.: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (2006). *Balance of payments and international investment position manual*. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- International Trade Center (2009a). Trade Statistics for International Business Development. *Trade-Map User guide*. Geneva: UNCTAD/WTO.
- International Trade Center (2009b). *Trade Competitiveness Map – Benchmarking national and sectoral trade performance – Trade performance HS*. Market Analysis and Research, Division of Market Development. Geneva: UNCTAD/WTO.
- International Finance Corporation (2013). Serbia Country Profile 2013. *Enterprise Surveys*. The World Bank Group.
- Ize, A., Kiguel, M. A. & Yeyati, E. (2005). Managing systemic liquidity risk in financially dollarized economies, *IMF Working Paper*, No. 188.
- Jefferson Institute (2003). *Konkurentnost privrede Srbije*. Beograd: Narodna banka Srbije.
- Kaminsky, L. G., & Reinhart, C. M. (2000). Bank Lending and Contagion: Evidence from the Asian Crisis. NBER Volume Title: Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences. University of Chicago Press.
- Kaminsky, G. & Reinhart, C. (1996). The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems. *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3.
- Kane, E. (1995). Three paradigms for the role of capitalization requirements in insured financial institutions, *Journal of Banking and Finance*, No. 19, pp. 431–459.
- Kane, E. (2000). Designing financial safety nets to fit country circumstances, Boston College, May.
- Катић, Н. (2010). Неолиберални корени светске економске кризе (<https://nkatic.wordpress.com/2010/01/20/neoliberalni-koreni-svetske-ekonomske-krize/>). Assessed April 2, 2013).
- Кејнз, Џ. М. (2013). *Опита теорија запослености камате и новца*, превео Додић, Р., Сужбени гласник, Београд.
- King, R. & Levine, R. (1993). Finance, entrepreneurship, and growth. *Journal of Monetary Economics* 32.

- Kishore, G., Hoekman, B. & Cui, Y. (2011). Determinants of Trade Policy Responses to the 2008 Financial Crisis. *Policy Research Working Paper 5862*. The World Bank Poverty Reduction and Economic Management Network International Trade Department.
- Клајн, И. & Шипка, М. (2006). *Велики речник страних речи и израза*. Прометеј, Нови Сад.
- Ковачевић, Р. (2002). Транзиција земаља Централне и Источне Европе у тржишну привреду. *Привредна изградња* LXV 3–4. Београд.
- Kodres, E. L. & Pritzker, M. (2001). A Rational Expectations Model of Financial Contagion. *Journal of Finance*.
- Fratzscher, M. (2002). On Currency Crises and Contagion. *Working Paper Series, WP No. 139*. European Central Bank.
- Koivu, T. (2002). Do efficient banking sectors accelerate economic growth in transition countries? *Institute for Economic in Transition*. BOFIT Discussion Papers No. 14. Bank of Finland.
- Krkoska, I. (2001). Foreign direct investment financing of capital formation in central and eastern Europe. *EBRD Working Paper No. 67*.
- Ксенофонт, (2011). *Економија*, превела са старогрчког Милинковић С., Академска књига. Нови Сад.
- Levine, R., Čihák, M., Demirgüç–Kunt, A. & Feyen, R. (2013). *Financial development in 205 economies, 1960–2010*. (NBER Working Paper, WP18946). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. In *Handbook of Economic Growth*, ed. Philippe Aghion and Steven N. Durlauf, 865–934. Amsterdam: Elsevier
- Levine, R. & Demirgüç–Kunt, A. (2004). *Financial Structure and Economic Growth A Cross–Country Comparison of Banks, Markets and Development*. The MIT Press.
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV.
- Levine, R. & Zevros, S. (1996). Stock Market and Long–Run Growth. *World Bank Economic Review*, Vol 10, No2.
- Levine, R. (1993). Finance, entrepreneurship and growth. *Journal of Monetary Economics*.
- Lucas, R. (1988). On the Mechanic of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*. University of Chicago.
- Маринковић, М. & Живковић, Б. (2013). Стабилност банкарског сектора. *МАТ бр. 222*. Београд.
- Merrouche, O. & Nier, E. (2010). What Caused the Global Financial Crisis? – Evidence on the Drivers of Financial Imbalances 1999–2007. Money and Capital Markets Department, *IMF Working Paper 10/265*. International Monetary Fund.
- Мијатовић, Б. (2002). Приватизација: модели, искуства и изазови за Србију. *Економске теме – економска стварност СР Југославије (Републике Србије)*. Београд.
- Minsky, H. (1992). The Financial Instability Hypothesis. *Levy Economic Institute of Bard College*, WP No.74. <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>. (Assessed April 5, 2014).
- Mishkin, F. (2004). *The economics of money, banking and financial markets*. (VIIth ed.). Boston: Pearson.
- Mishkin, F. (1999). Lessons from the asian crisis. *Journal of International Money and Finance*. No. 18.
- Mittal, R. (2001). The Effects of Market Capitalization Ratio on GDP Growth and Capital Market Robustness in New Industrialized Countries. *Chicago Undergraduate Business Journal*.



- Mladenović, I. & Cvetanović, I. (2011). *Finansiranje rasta i razvoja*. Niš: Ekonomski fakultet & Beograd: Nacionalna agencija za regionalni razvoj.
- Mohsin, S. K. & Knight, M. D. (1986). Import Compression and Export Performance in Developing Countries. *Development Research Department Economics and Research Staff*, World Bank.
- McKinnon, R. (1973). Money and Capital in Economic Development. *The Brookings Institution*. Washington, D.C.
- McKinsey Global Institute (2013). *A new dawn: Reigniting growth in Central and Eastern Europe*. McKinsey.
- McKinsey Global Institute (2013). Financial globalization: Retreat or reset? *Global capital markets 2013*, McKinsey.
- Naaborg, I., Scholtens, B., De Haan, J., Bol, H. & De Haas, R. (2003). How Important are Foreign Banks in the Financial Development of European Transition Countries? *CESifo Working Paper* No. 1100. Category 6: Monetary Policy and International Finance.
- Народна банка Србије (2015a) Банкарски сектор у Србији – Извештај за IV тромесечје 2014. године. *Сектор за контролу пословања банака*. Београд: Завод за израду новчаница и кованог новца.
- Народна банка Србије (2015b). Годишњи извештај о стабилности финансијског система. *Београд: Завод за израду новчаница и кованог новца*.
- Народна банка Србије (2014). Сектор осигурања у Србији – извештај за 2013. годину. *Сектор за контролу пословања банака, Одељење за надзор над обављањем делатности осигурања*. Београд: Завод за израду новчаница и кованог новца.
- Народна банка Србије (2000–2015). *Статистички билтен. различити бројеви у периоду 2000–2015*. Београд: Завод за израду новчаница и кованог новца.
- Народна банка Србије (2013). *Годишњи извештај о стабилности финансијског система*. Београд: Завод за израду новчаница и кованог новца.
- Народна банка Србије (2012). Годишњи извештај о стабилности финансијског система 2011. *Београд: Завод за израду новчаница и кованог новца*.
- Народна банка Србије (2007). Извештај о инфлацији – август 2007. године. *Београд: Завод за израду новчаница и кованог новца*.
- Народна банка Србије (2002) Bankarski sektor SRJ 31. 12. 2001. *Сектор за послове контроле*. Београд: Завод за израду новчаница и кованог новца.
- National Bank of Hungary (2013) *Annual Report* Budapest: National Bank of Hungary.
- Недељковић, М., Урошевић, Б. & Зилцовић, Е. (2012). Анализа детерминанти текућег рачуна платног биланса коришћењем „Jackknife“ метода моделског упросечавања. *Стручни рад 23*. Београд: Народна банка Србије.
- Narodowy Bank Polski (2015). *Financial System in Poland 2013*, Warsaw: NBP.
- Nuti, D. M. (2009). The Impact of The Global Crisis on Transition Economies. *Economic Annals*, Volume LIV, No. 181. Beograd: Ekonomski fakultet.
- OECD (2010) Trade and The Economic Recovery: Why Open Markets Matter. <http://www.oecd.org/trade/45293795.pdf>. (Assessed April 10, 2015).
- OECD (2008). Handbook on Constructing Composite Indicators: Methodology and User Guide. OECD.
- OECD (2000). Foreign Direct Investment and Development – maximising benefits minimising costs. OECD.
- Pagano, M. (1993). Financial Markets and Growth. *European Economic Review*, Vol. 37.
- Penev, S. & Rojec, M. (2004). Foreign Direct Investment and the Investment Climate in South–East Europe. Scientific papers, 8th EACES Conference „EU Enlargement – What comes after 2004? *Economic Annals* no 163. Beograd: Ekonomski fakultet.

- Patrick, H. T. (1966). Financial development and economic growth in underdeveloped countries. *Economic Development and Cultural Change*.
- Пенев, Г. (2013). Пројекције становништва Србије од 2010. до 2060. године. Београд. [http://www.fiskalnisaвет.rs/doc/istrazivacki-radovi/studija-projekcije\\_stanovnistva\\_srbije\\_od\\_2010-2060-penev.pdf](http://www.fiskalnisaвет.rs/doc/istrazivacki-radovi/studija-projekcije_stanovnistva_srbije_od_2010-2060-penev.pdf). (Assessed May 6, 2015).
- Платон (2013). *Држава*. превели др Вилхар, А. & др Павловић, Б. Београд: Дерета.
- Прокопијевић, М. (2006). Тржиште капитала у Србији. *Зборник Београдске берзе*. Београд.
- Perelstein, J. S. (2009). Macroeconomic Imbalances in the United States and Their Impact on the International Financial System. *Working Paper* No. 554. Levy Economics Institute. [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_554.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_554.pdf). (Assessed May 15, 2015).
- Quaglia, L. (2009). Completing the Single Market in Financial services: The Politics of competing advocacy coalitions. *Sussex European Institute*.
- Radelet, S. & Sachs, J. (1998). The Onset of the East Asian Financial Crisis. *Harvard Institute for International Development*.
- Reinhart, C. & Rogoff, K. (2011). From financial crash to debt crisis. *American Economic Review*, Vol. 101, No. 5.
- Rijckeghem, V. C. & Weder, B. (2000), Spillovers Through Banking Centers: A Panel Data Analysis. *IMF Working Paper* WP /00/88.
- Rijckeghem, V. C., & Weder B. (1999). Sources of Contagion: Finance or Trade? *IMF Research Department*, IMF Working Paper WP/99/149.
- Roaf, A., Krogulski, J. % IMF Staff Team (2014). 25 Years of Transition Post–Communist Europe and the IMF. *Regional Economic Issues Special Report*, IMF.
- Robinson, J. (1954). The production function and the theory of capital. *Review of Economic Studies*. 21 (2).
- Rose, P. S. & Marquis, M. H. (2011). Financial Institutions and Markets. *McGraw–Hill/Irwin*, XI, New York.
- Rousseau, P. L. & Wachtel, P. (2000). Equity markets and growth: Cross–country evidence on timing and outcomes 1980–1995. *Journal of Banking and Finance*.
- Rousseau, P. L. & Wachtel, P. (1998). Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.30, No 4.
- Scherf, G. (2013). Financial stability policy in the Euro Zone: The political economy of national banking regulation in an integrating Monetary Union. *Springer Gabler*.
- Shaw, E. (1973). Financial Deepening in Economic Development. *NY: Oxford University Press*.
- Sanfey, P. (2007). “Дефицит текућег рачуна у Србији: узроци, разлози за забринутост и последице”, Квартални мониторинг 10.
- Schmidheiny, K. (2013). Short Guides to Microeconometrics. Panel Data: Fixed and Random Effects Unversit`at Basel. <http://www.schmidheiny.name/teaching/panel2up.pdf>. Assessed on December 12, 2015).
- Stiglitz, J. E. (2008). *Економија јавног сектора*, Београд: Економски факултет.
- Савић, Б. & Пинкуљ А. (2006) *Методологија платног биланса*. [http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latnica/90/90\\_1/metodologija\\_platnog\\_bilansa.pdf](http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latnica/90/90_1/metodologija_platnog_bilansa.pdf). (Assessed on January 9, 2014).
- Светска банка (2013). Приказ: Повратак на посао: раст уз радна места у Европи и централној Азији: *Одабрана сазнања из новог извештаја Светске банке*. Европа и централна Азија. The World Bank.

- Службени гласник (2013). Уредба о условима и начину привлачења директних инвестиција“ *Службени гласник*. РС бр 20/2012, 123/2013, 14/2013.
- Службени гласник (2011). *Закон о тржишту капитала*, Београд: Службени гласник Републике Србије бр. 31.
- Shaw, E. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press. London–Toronto.
- Stiglic, Dž. (2004). *Protivrečnosti globalizacije*, preveo s engleskog Veljković J., Biblioteka: Ekonomija trećeg puta, Београд: SBMx.
- The European Parliament and the Council of The European Union (2006). Directive 2006/48/EC of The European Parliament and of the Council. *Official Journal of the European Union* L 177/1.
- The European Parliament and the Council of The European Union, (2006). Directive 2006/49/EC of The European Parliament and of the Council on the capital adequacy of investment firms and credit institutions (recast). *Official Journal of the European Union* L 177/201
- The European Parliament and the Council of The European Union (2013). Regulations Regulation (EU) No 575/2013 of The European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU). *Official Journal of the European Union* No 648/2012, L 176/1(Legislative acts).
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, No. 1.
- UN (2014). World Economic Situation and Prospects. *United Nations*, New York.
- UNCTAD (2010). International Trade After the Economic Crisis: Challenges and New Opportunities. *United Nations Publications* UNCTAD/DITC/TAB2010/2. United Nations Conference on Trade and Development.
- UNCTAD (1999). Foreign direct investment and development. *UNCTAD Series on issues in international investment agreements.*, UNCTAD/ITE/IIT/10 Vol.1.
- USAID (2013). Сива економија у Србији, Нови налази и препоруке за реформе. *USAID*.
- Filer, R. & Hanousek, J. (2000). Output Changes and Inflationary Bias in Transition. *PHARE/ACE program of the European Union* and II/75831 Volkswagen Foundation.
- Financial Stability Board (2011). Shadow Banking: Scoping the Issues. [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_110412a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_110412a.pdf). (Assessed May 10, 2014).
- Fingerand, K. M. & Schuknecht, L. (1999). Trade, Finance and Financial Crises. *Special Studies 3*, WTO.
- Фискални савет (2014). Јавне инвестиције у Србији: подстицај раста у фискалној консолидацији. *Анализе, ставови и предлози*. Београд: Фискални савет.
- Fischer, S., Sahay, R. & Vegh, C. (1996). Stabilization and growth in transition economies: The early experience. *MPRA Paper No. 20631*. International Monetary Fund.
- Fratzscher, M. (2002). On Currency Crises and Contagion. *Working Paper No. 139.*, Europeran Central Bank.
- Фридман, М. (1996). *Слобода избора*. Global Book, Нови Сад.
- Hans–Werner, S. (2014). The EURO TRAP On Busting Bubbles, Budgets, and Beliefs. *CESifo Institute*. Univeristy of Munich.
- Holló, D. & Nagy, M. (2006). Bank Efficiency in the Enlarged European Union. *MNB Working Papers No. 2006/3*, Magyar Nemzeti Bank. Budapest.
- Hou, Y. (2005). The Non–performing Loans: Some Bank–level Evidences.“ *Department of Economics*. University of Birmingham.

- Calderon, C., Chong, A., Loayza, N. (2000). Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries. *WPS 2398*. World Bank.
- Calvo, A. G. & Mendoza E. G. (2000). Contagion, Globalization, and the Volatility of Capital Flows. *NBER Volume Title: Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence, and Controversies*. NBER.
- Calvo, A. G. (1998). Capital Flows and Capital–Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics*, Vol. 1, No. 1.
- Calvo, A. G., Leiderman, L. & Reinhart, C. M. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, No. 2.
- Caporale, G. M., Rault, S., Sova, R. & Sova, A. (2009). Financial Development and Economic Growth: Evidence from Ten New EU Members. *Economics and Finance Working Paper Series, Working Paper No. 09–37*. Department of Economics and Finance, Brunel University. West London.
- Caramazza, F., Ricci, L., & Salgado R., (2000). Trade and Financial Contagion in Currency Crises. *IMF Working Paper, WP/00/55*.
- Caruana, J. (2012). Enchancing financial stability – issues and challenges. *Manila: BIS*.
- Caruana, J. (2010). Basel III: towards a safer financial system. *BIS, the 3rd Santander International Banking Conference, Madrid*,
- Claessens, S. & Laeven, L. (2005). Financial Dependence, Banking Sector Competition and Economic Growth. *World Bank Policy Research Working Paper 3481*. The World Bank.
- Cojocar, L., Falaris, E. M., Hoffman, S. D. & Miller, J. B. (2015) Financial System Development and Economic Growth in Transition Economies: New Empirical Evidence from the CEE and CIS Countries.
- Commission on Growth and Development (2008). The Growth Report– Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development. *International Bank for Reconstruction and Development*. The World Bank.
- European Central Bank (2005). Competitiveness and The Export Performance of The Euro area. *Occasional Paper Series, No. 30*. European Central Bank.
- Cooper, R. G. & Kleinschmidt, E. J., (1985). The Impact of Export Strategy on Export Sales Performance. *Journal of International Business Studies*.
- Christian, H. & McDonald, B. (2011). Protectionist Responses to the Crisis: Damage Observed in Product–Level Trade. *IMF Working Paper 11/39*. Strategy, Policy and Review Department.
- Cvetanović, S. (2012). *Makroekonomija*. Niš: Izdanje autora.
- Cvetanović, S. & Mladenović, I. (2013). *Ekonomija kapitala i finansiranje razvoja*. Niš: Izdanje autora.
- Црномарковић, Ј. (2010). Преглед спољнотрговинске робне размене Републике Србије у периоду 1988–2009. године. *Трендови, септембар 2010. године*. Београд: Републички завод за статистику Србије.
- Čang, H. Dž. (2013). *23 stvari koje vam ne kažu o kapitalizmu*. prevela s engleskog Nedeljković Lj., Edicija: Do(nosi), Београд: Mali vrt.
- Čihák, Demirgüç–Kunt, Feyen, & Levine (2012). Benchmarking Financial Systems Around the World. *World Bank Policy Research Working Paper No. 6175*. The World Bank.
- Шумпетер, Ј. (2013). Теорија привредног развоја. *Службени гласник*, Београд.
- Yellen, J. (2006). Economic Inequality in the United States. *Speech to the Center for the Study of Democracy, Federal Reserve Bank of San Francisco*. <http://www.frbsf.org/our-district/files/061106.pdf>. (Assessed June 13, 2013).

- Wagner, N. & Iakova, D. (2001). Financial Sector Evolution in the Central European Economies: Challenges in Supporting Macroeconomic Stability and Sustainable Growth. *IMF Working Paper 141*, IMF.
- Wijnbergen, S. (2001). Trade Reform, Policy Uncertainty, and the Current Account. *Policy Research and External Affairs*. WPS 520.
- Williamson, J. (1999). What should the Bank Think about the Washington Consensus. *World development Report*. The World Bank.
- Winkler, A. (2009). Southeastern Europe: Financial Deepening, Foreign Banks, and Sudden Stops in Capital Flows. *Focus on European Economic Integration 1*.
- World Bank (2015). Doing Business 2016: Measuring Regulatory Quality and Efficiency. Washington: International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank DOI: 10.1596/978-1-4648-0667-4
- World Bank (2014). Global Economic Prospects – Shifting priorities; building for the future. World Bank.
- World Economic Outlook (2009). World Economic and Financial Surveys Crisis and Recovery. *International Monetary Fund*. Washington: IMF.
- World Economic Forum (2015). Global Competitiveness Report 2015–2016. *WEO*.
- World Investment Report (2010). Investing in a low-carbon economy. United Nations Conference on Trade and Development. United Nations, New York & Geneva.
- Wurgler, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics 58*.

#### ИНТЕРНЕТ АДРЕСЕ (и приступ базама података)

EUROSTAT	<a href="http://ec.europa.eu/eurostat">http://ec.europa.eu/eurostat</a> (1. јануар 2014.–30. јун 2016. године)
Doing Business	<a href="http://www.doingbusiness.org/">http://www.doingbusiness.org/</a> (2015. године)
FED	<a href="http://www.federalreserve.gov/default.htm">http://www.federalreserve.gov/default.htm</a>
World Bank Data	<a href="http://data.worldbank.org/">http://data.worldbank.org/</a> 2015. године
IMF	<a href="http://www.imf.org/external/data.htm">http://www.imf.org/external/data.htm</a>
European Central Bank	<a href="https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html">https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html</a>
European Commission	<a href="http://ec.europa.eu/index_en.htm">http://ec.europa.eu/index_en.htm</a>
International Labor Organization	<a href="http://www.ilo.org/global/lang—en/index.htm">http://www.ilo.org/global/lang—en/index.htm</a>
ITC	<a href="http://www.intracen.org/">http://www.intracen.org/</a>
OECD	<a href="http://data.oecd.org/">http://data.oecd.org/</a>
Републички завод за статистику Србије	<a href="http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/">http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/</a>

UN	<a href="http://www.un.org/en/">http://www.un.org/en/</a>
UNCTAD	<a href="http://unctad.org/en/Pages/Home.aspx">http://unctad.org/en/Pages/Home.aspx</a>
UNDP	<a href="http://www.undp.org/content/undp/en/home.html">http://www.undp.org/content/undp/en/home.html</a>
UNIDO	<a href="http://www.unido.org/en/contact-languages/languages.html">http://www.unido.org/en/contact-languages/languages.html</a>
UN Statistical Division	<a href="http://unstats.un.org/unsd/default.htm">http://unstats.un.org/unsd/default.htm</a>
WTO	<a href="http://www.wto.org/">http://www.wto.org/</a>
Завод за статистику Републике Словачке	<a href="http://slovak.statistics.sk/wps/portal/ext/home">http://slovak.statistics.sk/wps/portal/ext/home</a>
Завод за статистику Чешке Републике	<a href="http://www.czso.cz/eng/redakce.nsf/i/home">http://www.czso.cz/eng/redakce.nsf/i/home</a>
Завод за статистику Републике Словеније	<a href="http://www.stat.si/eng/">http://www.stat.si/eng/</a>
Завод за статистику Мађарске	<a href="https://www.ksh.hu/?lang=en">https://www.ksh.hu/?lang=en</a>
Завод за статистику Пољске	<a href="http://stat.gov.pl/en/">http://stat.gov.pl/en/</a>
Централна банка Мађарске	<a href="http://english.mnb.hu/">http://english.mnb.hu/</a>
Централна банка Пољске	<a href="http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/srodeken.htm">http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/srodeken.htm</a>
Централна банка Словачке	<a href="http://www.nbs.sk/en/home">http://www.nbs.sk/en/home</a>
Централна банка Словеније	<a href="https://www.bsi.si/en/">https://www.bsi.si/en/</a>
Централна банка Чешке Републике	<a href="https://www.cnb.cz/en/">https://www.cnb.cz/en/</a>
Централна банка Србије	<a href="http://www.nbs.rs/internet/cirilica/index.html">http://www.nbs.rs/internet/cirilica/index.html</a>
Будимпештанска Берза	<a href="https://bse.hu/">https://bse.hu/</a>
Варшавска берза	<a href="https://www.gpw.pl/root_en">https://www.gpw.pl/root_en</a>
Берза у Братислави	<a href="http://www.bsse.sk/bcpben/MainPage/tabid/104/language/en-US/Default.aspx">http://www.bsse.sk/bcpben/MainPage/tabid/104/language/en-US/Default.aspx</a>
Љубљанска берза Словеније	<a href="http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1468">http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1468</a>
Прашка берза	<a href="https://www.pse.cz/">https://www.pse.cz/</a>

Београдска берза	<a href="http://www.belex.co.rs/eng/">http://www.belex.co.rs/eng/</a>
	<a href="http://www.nobelprize.org">http://www.nobelprize.org</a>

## Биографија аутора

Мр Јелена С. Васић је 2007. године, на Економском факултету у Београду, одбранила магистарску тезу „Квалитет корпоративног управљања и развој финансијских тржишта у транзицији“ (смер: Монетарни, банкарски и финансијски менаџмент, просечна оцена 9,85, ментор проф. др Бошко Живковић). Дипломирала је јуна 1999. године на Економском факултету у Приштини, смер Финансије и спољна трговина (просечна оцена 9,00), одбраном дипломског рада: „Улога тржишта капитала у финансирању инвестиција“ (ментор ректор Приштинског универзитета од 2012. године проф. др Срећко Милачић). У току последипломских студија је завршила једногодишње академске студије (школске 2001/2002. године) у организацији Алтернативне академске образовне мреже (ААОМ), смер „Европске студије – економски смер“ и успешно одбранила дипломски рад „Значај страних директних инвестиција у земљама у развоју“ (ментор редовни професор Економског факултета у Београду, проф. др Радован Ковачевић). Била је стипендиста Министарства за спорт и едукацију Републике Србије (1995–1999. године), Министарства за просвету и Фондације за развој научног и уметничког подмлатка 1999. године и добитник Стипендије краљевине Норвешке амбасаде за 1000 најбољих студената у Републици Србији, 2000. године.

У периоду 2001–2003. године Јелена Васић је била ангажована на Институту за спољну трговину Републике Србије у Београду, на радном месту Истраживач. Стручни испит је положила 2002. године. Од јуна 2003. до октобра 2014. године је у Привредној комори Србије – Центар за научноистраживачки рад и економске анализе, била ангажована на пословима аналитике привредних кретања у Србији и земљама региона, као Самостални саветник за макроекономска истраживања и анализе. Од октобра 2014. године обавља послове Самосталног саветника за финансијску анализу у Центру за подршку инвестицијама и јавно–приватно партнерство ПКС.

У професионалној каријери се бавила аналитиком привредних кретања у земљи, анализом макроекономских агрегата и анализом дугорочних привредних тенденција. У периоду 2004–2006. године је била ангажована као консултант и члан пројектног тима на реализацији програма Немачке организације за техничку сарадњу GIZ (Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit) „Саветовање привредног сектора Републике Србије о царинским питањима.“ У периоду 2009–2010. године учествовала је у пројекту холандске владе под реализацијом Агенције холандског Министарства иностраних послова СБИ (Centre for the Promotion of Imports from Developing Countries) и била члан пројектног тима Инфосервис за инотржишта (Project Market Info Service). Од јануара 2016. године је национални представник у оквиру PSLO мреже Светске банке на пословима официра за везу Светске банке са приватним сектором.

Јелена Васић говори енглески језик. Учествовала је као коаутор у изради студије Министарства за економске односе са иностранством и Привредне коморе Србије "Извозне могућности привреде Републике Србије и мере за повећање извоза" 2003. године. Објавила је већи број ауторских и коауторских радова на саветовањима економиста у Србији и публикацијама „Економски анали“, „Тржиште новац капитал“, „Економска политика“, „Коморски гласник“, „Конјунктурни трендови Србије“ и другим. Област истраживања у досадашњем раду обухвата институционалну подршку унапређењу привредног развоја, квалитета извоза и трговинске отворености Србије, конкурентност домаће привреде и извоза, правце унапређења спољнотрговинске размене у транзиционом амбијенту Србије, праћење макроекономских показатеља, креирање услова за боље пословање у земљи и подршке већим инвестицијама.





Универзитет у Нишу  
Економски факултет

---

### ИЗЈАВА О АУТОРСТВУ

Изјављујем да је докторска дисертација, под насловом **УТИЦАЈ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА НА КВАЛИТЕТ МАКРОЕКОНОМСКИХ ПЕРФОРМАНСИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ И ЗЕМАЉА ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ**, која је одбрањена на Економском факултету Универзитета у Нишу:

- резултат сопственог истраживачког рада;
- да ову дисертацију, ни у целини, нити у деловима, нисам пријављивао/ла на другим факултетима, нити универзитетима;
- да нисам повредио/ла ауторска права, нити злоупотребио/ла интелектуалну својину других лица.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци, који су у вези са ауторством и добијањем академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада, и то у каталогу Библиотеке, Дигиталном репозиторијуму Универзитета у Нишу, као и у публикацијама Универзитета у Нишу.

У Нишу, \_\_\_\_\_ 2016. године

Аутор дисертације мр Јелена С. Васић

Потпис аутора дисертације \_\_\_\_\_



Универзитет у Нишу  
Економски факултет

---

**ИЗЈАВА О ИСТОВЕТНОСТИ ШТАМПАНОГ И ЕЛЕКТРОНСКОГ ОБЛИКА  
ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ**

Име и презиме аутора: мр Јелена С. Васић

Наслов дисертације **УТИЦАЈ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА НА КВАЛИТЕТ  
МАКРОЕКОНОМСКИХ ПЕРФОРМАНСИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ И ЗЕМАЉА  
ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ**

Ментор: Проф. др Игор Младеновић

Изјављујем да је штампани облик моје докторске дисертације истоветан електронском облику, који сам предао/ла за уношење у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу.

У Нишу, \_\_\_\_\_ 2016. године

Потпис аутора дисертације \_\_\_\_\_



Универзитет у Нишу  
Економски факултет

---

### ИЗЈАВА О КОРИШЋЕЊУ

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Никола Тесла“ да, у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу, унесе моју докторску дисертацију, под насловом: **УТИЦАЈ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА НА КВАЛИТЕТ МАКРОЕКОНОМСКИХ ПЕРФОРМАНСИ РЕПУБЛИКЕ СРБИЈЕ И ЗЕМАЉА ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ.**

Дисертацију са свим прилозима предао/ла сам у електронском облику, погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију, унету у Дигитални репозиторијум Универзитета у Нишу, могу користити сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons), за коју сам се одлучио/ла.

1. Ауторство (CC BY)
2. Ауторство – некомерцијално (CC BY-NC)
3. Ауторство – некомерцијално – без прераде (CC BY-NC-ND)
4. Ауторство – некомерцијално – делили под истим условима (CC BY-NC-SA)
5. Ауторство – без прераде (CC BY-ND)
6. Ауторство – делили под истим условима (CC BY-SA)

(Молимо да подвучете само једну од шест понуђених лиценци; опис лиценци дат је у наставку текста).

У Нишу, \_\_\_\_\_ 2016. године

Аутор дисертације мр Јелена С. Васић

Потпис аутора дисертације: \_\_\_\_\_