

# FINANSIJE

ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LXIX  
Broj 1-6/2014.  
Beograd  
ISSN 0015-2145  
UDK 336

2014.

FINANSIJE

1 - 6

## Iz sadržaja:

Prof. dr Dejan POPOVIĆ  
U ZNAK ZAHVALNOSTI

Dr Goran NIKOLIĆ  
STRUKTURNO UNAPREĐENJE DOMAĆEG ROBNOG IZVOZA 2000-2014.

Dr Lidija BARJAKTAROVIĆ, dr Renata PINDŽO, Ana VJETROV  
ANALIZA HARMONIZACIJE BANKARSKOG SEKTORA SRBIJE SA  
REGULATIVOM EU U PROCESU EVROINTEGRACIJA ZEMLJE

Prof. dr Zoran GRUBIŠIĆ, dr Sandra KAMENKOVIĆ, msc Ivana RAIČEVIĆ  
ANALIZA ISPUNJENOSTI MASTRIHSTSKIH KRITERIJUMA KONVERGENCIJE  
U SRBIJI

Dr Vladimir ZAKIĆ  
ZNAČAJ TRŽIŠTA OBVEZNICA ZA RAZVOJ KORPORATIVNIH PREDUZEĆA U  
SRBIJI

Mr Slobodanka JOVIN, dr Slaviša ĐUKANOVIĆ, mba Mirela MOMČILOVIĆ  
OPERATIVNI RIZICI U SVETLU BAZELSKIH SPORAZUMA I SVETSKA  
FINANSIJSKA KRIZA

Prof. dr Petar ĐUKIĆ  
RASPRAVA O EKONOMSKO-FINANSIJSKIM APSURDIMA: U OGLEDALU TEORIJE I  
STVARNOSTI

HRONIKA UREĐIVANJA I IZDAVANJA ČASOPISA *FINANSIJE*  
1946-2014.

REPUBLIKA SRBIJA  
MINISTARSTVO FINANSIJA

ISSN 0015-2145 UDK 336

*FINANSIJE*  
ČASOPIS ZA TEORIJU I PRAKSU FINANSIJA

Godina LXIX

Broj: 1-6

2014

**Osnivač i izdavač:**

Ministarstvo finansija Republike Srbije, Beograd, Kneza Miloša 20,  
www.mfin.gov.rs

*Osnivačka i izdavačka prava preuzeta od Ministarstva finansija SRJ na osnovu  
Sporazuma o prenosu osnivačkih prava br. 651-01-1/2003.*

**Za izdavača:** dr Dušan Vujović

**Uređivački odbor:** prof. dr Veroljub Dugalić, mr Vesna Đukić, prof. dr Gordana Ilić-Popov, prof. dr Pavle Petrović, prof. dr Dejan Popović, prof. dr Božidar Raičević, prof. dr Nebojša Savić, prof. dr Nikola Stevanović, prof. dr Kata Škarić, prof. dr Dušan Vujović (Vašington), prof. dr Boško Živković.

**Šire članstvo Uređivačkog odbora:** prof. dr Mihail Arandarenko, Miodrag Arsić, prof. dr Boris Begović, prof. dr Aleksandra Jovanović, prof. dr Milena Jovičić, dr Boško Mijatović, dr Branko Milanović (Vašington), Božo Novoselac, prof. dr Željko Šević (London).

**Glavni urednik:** prof. dr Dušan Vujović

**Zamenik glavnog urednika:** prof. dr Dejan Popović

**Urednik:** mr Vesna Đukić

**Prevod rezimea:** mr Jasmina Knežević

**Redakcija:** Časopis *FINANSIJE*, Ministarstvo finansija Republike Srbije, Kneza Miloša 20, 11000 Beograd. Tel. 011 3642-659. E-mail: vesna.djukic@mfin.gov.rs

**Štampa:** Štamparija Ministarstva finansija Republike Srbije,  
Kneza Miloša 20, 11000 Beograd

*Prvi broj časopisa FINANSIJE izašao je 26. januara 1946. godine.  
Od 1. maja 1949. godine, osnivač časopisa je Savezno ministarstvo finansija.  
Od 1. januara 2003. godine, prava osnivača i izdavača časopisa preuzima  
Ministarstvo finansija Republike Srbije*

*Izuzetan doprinos razvoju časopisa dali su:  
dr Bogoljub Lazarević, dr Milan Golijanin i prof. dr Miroslav Petrović*

Copyright © 2004-2014 by Ministarstvo finansija i privrede Republike Srbije  
Sva prava zadržana



## FINANSIJE

Časopis za teoriju i praksu finansija

69 godina, br. 1-6/2014.

Beograd

## S A D R Ž A J

### OPŠTE NAPOMENE:

Mr Vesna ĐUKIĆ  
PISMO UREDNIKA AUTORIMA,  
SARADNICIMA I ČITAOCIMA  
str. 7

Prof. dr Dejan POPOVIĆ  
U ZNAK ZAHVALNOSTI  
str. 9

### SRBIJA U MEĐUNARODNOJ TRGOVINI I FINANSIJAMA

Dr Goran NIKOLIĆ  
STRUKTURNO UNAPREĐENJE  
DOMAĆEG ROBNOG IZVOZA  
2000-2014.  
str. 11

Dr Ratko RADOSAVLJEVIĆ  
FINANSIJSKA INTEGRACIJA  
EVROPSKE UNIJE I FINANSIJSKO  
TRŽIŠTE SRBIJE  
str. 24

Dr Lidija BARJAKTAROVIĆ,  
dr Renata PINDŽO, Ana VJETROV  
ANALIZA HARMONIZACIJE  
BANKARSKOG SEKTORA SRBIJE  
SA REGULATIVOM EU U PROCE-  
SU EVROINTEGRACIJA ZEMLJE  
str. 45

Prof. dr Zoran GRUBIŠIĆ,  
dr Sandra KAMENKOVIĆ,  
msc Ivana RAIČEVIĆ  
ANALIZA ISPUNJENOSTI  
MASTRITSKIH KRITERIJUMA  
KONVERGENCIJE U SRBIJI  
str. 59

### FINANSIJSKA TRŽIŠTA

Mr Vlado KOVAČEVIĆ  
ZNAČAJ RAZVOJA  
DERIVATNIH BERZI ZA  
UPRAVLJANJE RIZIKOM  
POSLOVANJA U SRBIJI  
str. 73

Dr Vladimir ZAKIĆ  
ZNAČAJ TRŽIŠTA OBVEZNICA  
ZA RAZVOJ KORPORATIVNIH  
PREDUZEĆA U SRBIJI  
str. 84

Mr Jelena BRDAR,  
Mr Maja BODROŽIĆ  
FUNDAMENTALNA ANALIZA U  
FUNKCIJI OTKRIVANJA TREND  
KRETANJA CENA AKCIJA NA  
SEKUNDARNOM FINANSIJSKOM  
TRŽIŠTU  
str. 95

---

## FINANSIJE

### EVROPSKA MONETARNA I FINANSIJSKA REGULATIVA

Dr Dragan MOMIROVIĆ  
EVROPSKA CENTRALNA  
BANKA-IZLAZ IZ  
NESTANDARDNE MONETARNE  
POLITIKE  
str. 109

Mr Slobodanka JOVIN,  
dr Slaviša ĐUKANOVIĆ,  
mba Mirela MOMČILOVIĆ  
OPERATIVNI RIZICI U SVETLU  
BAZELSKIH SPORAZUMA  
I SVETSKA FINANSIJSKA KRIZA  
str. 128

### TEORIJSKA EKONOMIJA

Prof. dr Petar ĐUKIĆ  
RASPRAVA O EKONOMSKO-  
-FINANSIJSKIM APSURDIMA:  
U OGLEDALU TEORIJE I  
STVARNOSTI  
str. 152

### JUBILEJI

130 GODINA NARODNE BANKE  
SRBIJE 1884-2014.  
Dr Milan ŠOJIĆ,  
mr Branko HINIĆ  
str. 170

### PRIKAZI

Dr Ratko RADOSAVLJEVIĆ,  
dr Branko VASILJEVIĆ  
„FINANSIJSKA INTEGRACIJA  
EVROPSKE UNIJE I FINANSIJSKO  
TRŽIŠTE SRBIJE“  
Aleksandar Maksimović  
str. 176

Radovan KOVAČEVIĆ  
„MEĐUNARODNE FINANSIJE“  
Dr Biljana Vitković  
str. 184

Dr Slaviša ĐUKANOVIĆ  
„EKOLOŠKA ENERGETIKA  
ŠIRENJE PRIMENE“  
Mr Jasmina Knežević  
str. 192

HRONIKA  
uređivanja i izdavanja časopisa  
*FINANSIJE* 1946-2014.  
str. 200

*FINANCE*

*Journal for the theory  
and practice of finance  
69 years, No 1-6/2014  
Belgrade*

**C O N T E N T S**

**GENERAL REMARKS**

Vesna ĐUKIĆ, M.A.  
EDITOR'S NOTE TO THE  
AUTHORS, ASSOCIATES AND  
READERS  
p. 7

Professor Dejan POPOVIĆ, Ph.D.  
GRATITUDE  
p. 9

**SERBIA IN INTERNATIONAL  
TRADE AND FINANCE**

Goran NIKOLIĆ, Ph.D.  
STRUCTURAL IMPROVEMENT OF  
DOMESTIC MERCHANDISE  
EXPORTS 2000-2014  
p. 11

Ratko RADOSAVLJEVIĆ, Ph.D.  
FINANCIAL INTEGRATION OF  
THE EUROPEAN UNION AND  
FINANCIAL MARKET OF SERBIA  
p. 24

Lidija BARJAKTAROVIĆ, Ph.D,  
Renata PINDŽO, Ph.D, Ana VJETROV  
ANALYSIS OF THE HARMONIZA-  
TION OF THE REGULATION RE-  
LATED TO THE BANKING SEC-

TOR IN SERBIA WITH EU  
LEGISLATIVE FRAMEWORK  
p. 45

Professor Zoran GRUBIŠIĆ, Ph.D,  
Sandra KAMENKOVIĆ, Ph.D, Ivana  
RAIČEVIĆ  
ANALYSIS OF FULFILLMENT OF  
THE MAASTRICHT CONVERGENCE  
CRITERIA IN SERBIA  
p. 59

**FINANCIAL MARKETS**

Vlado KOVAČEVIĆ  
IMPRORTANCE OF DEVEL  
OPMENT OF DERIVATIVES  
EXCHANGES FOR  
BUSINESS RISK MANAGEMENT  
IN SERBIA  
p. 73

Vladimir ZAKIĆ, Ph.D.  
BOND MARKET IMPORTANCE  
FOR DEVELOPMENT OF  
CORPORATIONS IN SERBIA  
p. 84

Jelena BRDAR, Maja BODROŽIĆ  
FUNDAMENTAL ANALYSIS USED  
TO FIND A TREND OF SHARE  
PRICES ON THE SECONDARY  
FINANCIAL MARKET  
p. 95

### EUROPEAN MONETARY AND FINANCIAL REGULATION

Dragan MOMIROVIĆ, Ph.D.  
EUROPEAN CENTRAL BANK  
EXIT FROM NON-STANDARD  
MONETARY POLICY  
p. 109

Slobodanka JOVIN, Slaviša ĐUKA-  
NOVIĆ, Ph.D, Mirela MOMČILOVIĆ  
OPERATIONAL RISKS IN THE  
LIGHT OF BASEL AGREEMENTS  
AND GLOBAL FINANCIAL CRISIS  
p. 128

### THEORETICAL ECONOMICS

Professor Petar ĐUKIĆ, Ph.D.  
TRACT ON APSURDITIES OF  
FINANCE AND ECONOMICS IN  
THE LIGHT OF THEORY AND  
REALITY  
p. 152

### JUBILEES

130 GODINA NARODNE BANKE  
SRBIJE 1884-2014.  
Milan ŠOJIĆ, Ph.D, Branko HINIĆ,  
M.A.  
p. 170

### REVIEWS

Ratko RADOSAVLJEVIĆ, Ph.D,  
Branko VASILJEVIĆ, Ph.D.  
„FINANSIJSKA INTEGRACIJA  
EVROPSKE UNIJE I FINANSIJSKO  
TRŽIŠTE SRBIJE“  
Aleksandar Maksimović  
p. 176

Radovan KOVAČEVIĆ, Ph.D.  
„MEĐUNARODNE FINANSIJE“  
Biljana Vitković, Ph.D.  
p. 184

Slaviša ĐUKANOVIĆ, Ph.D.  
„EKOLOŠKA ENERGETIKA?  
ŠIRENJE PRIMENE“  
Jasmina Knežević, M.A.  
p. 192

### **Dragi autori, saradnici i čitaoci,**

Imala sam veliku sreću, čast i zadovoljstvo da budem urednik časopisa *FINANSIJE*. Sarađivala sam sa vrsnim autorima, saradnicima, divnim ljudima, koji su mi oplemenjivali i život i rad.

Ovo je i prilika da posebno istaknem prof. dr Miroslava Petrovića, Milana Golijanina, Božu Novoselca, Miodraga Arsića, prof. dr Dejana Popovića, koji su svojim uticajem i neposrednim zalaganjem pomagali da časopis *FINANSIJE* opstane, u nekad, po njega teškim okolnostima.

Nadam se i želim da budući urednik ovog časopisa bude srećan u svom radu, kao što sam bila ja.

Sve vas srdačno pozdravljam i zahvaljujem na dosadašnjoj uspešnoj saradnji.

Decembar 2014.

Vesna Đukić





## U ZNAK ZAHVALNOSTI

Pune dvadeset dve godine gospođa **Vesna Đukić** bila je urednik časopisa *Finansije*. Vođen njenom sigurnom rukom, časopis je prebrodio brojne teškoće - period hiperinflacije, bombardovanje, prestanak postojanja izdavačke kuće koja je publikovala časopis, nestanak Saveznog ministarstva finansija, državne institucije koja je bila njegov izdavač. Pri svim naporima za pronalaženjem kredibilnog izdavača, Vesna Đukić bila je inicijator, pregovarač, posrednik, sastavljač brojnih akata neophodnih za pravnu osnovu preuzimanja časopisa i njegovog priloga *BILTEN- Službena objašnjenja i stručna mišljenja za primenu finansijskih propisa*, od strane Ministarstva finansija i ekonomije, 2003. godine.

Osoba izvanrednog takta, odgovorna i efikasna, za svo to vreme uspeva da ostane u savršeno dobrim odnosima sa glavnim i odgovornim urednicima časopisa, članovima Uređivačkog odbora, a davno je prepoznata i njena velika posvećenost autorima i saradnicima časopisa, koju je pokazivala do poslednjeg dana svog rada na časopisu.

Kao znak zahvalnosti gospođi Vesni Đukić, prezentiramo kratku rekapitulaciju postojanja časopisa *Finansije*, kome je gospođa Vesna Đukić dala veliki doprinos.

Časopis *Finansije* počeo je da izlazi 1946. godine, kao organ Saveza finansijskih službenika Jugoslavije. Prvi odgovorni urednik časopisa bio je **Dušan Ilić**, načelnik Odeljenja finansijske revizije Ministarstva finansija FNRJ. Godine 1949. časopis postaje organ Ministarstva finansija FNRJ, a za odgovornog urednika biva postavljen **Antonije Tasić**, profesor osiguranja na Ekonomskom fakultetu.

Od 1953. godine, pa sve do smrti 1982. godine, glavni i odgovorni urednik je **Bogoljub Lazarević**. Taj period, kao i period između 1982. i 1988, kada je glavni i odgovorni urednik bio veliki zaljubljenik u časopis **Miroslav-Miša Petrović**, profesor finansija i finansijskog prava na Pravnom fakultetu Univerziteta u Beogradu, predstavljali su „zlatno doba“ časopisa. U *Finansijama* su se kao članovi redakcije i kao autori, pojavljivali vodeći stručnjaci iz različitih oblasti finansija iz svih krajeva nekadašnje Jugoslavije – **Ksente Bogoev, Nikola Miljanić, Boško Kitaljević, Toša Tišma, Miloš Vučković, Milutin Ćirović, Ivo Perišin, Božidar Jelčić, Davor Savin, Milan Golijanin, Pero Jurković** i mnogi drugi. Od 1966. godine, prvo kao sekretar redakcije a kasnije kao pomoćnik i zamenik glavnog i odgovornog urednika, u časopisu je njegov „dobri duh“ Božo Novoselac. Objaviti članak u *Finansijama* predstavljalo je značajan korak u univerzitetskoj karijeri svakog nastavnika sa beogradskog, zagrebačkog,

---

## FINANSIJE

ljubljskog, sarajevskog, titogradskog, skopskog, novosadskog, niškog ili kragujevačkog pravnog ili ekonomskog fakulteta.

Onda je, pred kraj osamdesetih godina prošlog veka, naročito tokom devedesetih, došlo do, u početku manjih, pa sve većih problema po časopis: postojeća država se raspada, autori iz drugih republika napuštaju časopis, hiperinflacija uništava finansijski sistem, sve manje je kvalitetnih priloga, pitanje honorara postaje bolno i ne rešava se gotovo celu deceniju. Nad časopisom se nadvija senka ne uvek benevolentnog izdavača Poslovnog sistema „Grmeč“, koji je preuzeo i uskoro i ukinuo prethodnog izdavača časopisa NIP „Privredni pregled“. Naporima pojedinih članova redakcije i urednika (od 1992. godine) **Vesne Đukić**, časopis *Finansije* nekako preživljava a Uređivački odbor uspeva da na najvišem nivou i svečano, obeleži poluvekovni jubilej.

Kriza dostiže vrhunac kada se veći deo članova Uređivačkog odbora odvaja od glavnog i odgovornog urednika, gospodina **Vuka Ognjanovića**, smatrajući da su potrebne energične mere da bi se časopis sačuvao od propasti. Jedno vreme, tokom 2002. godine, časopis *Finansije* publikuje udruženje grupe građana, pod nazivom „Udruženje za unapređivanje poslovnih komunikacija“. Naporima pojedinih članova Uređivačkog odbora uz kompletnu logistiku gospođe Vesne Đukić, započinje proces u kojem časopis *Finansije*, uspeva da obezbedi jaku osnovu za svoje dalje postojanje. Naime, u kontekstu preuzimanja funkcije od nekadašnjeg Saveznog ministarstva finansija – Ministarstvo finansija i ekonomije Republike Srbije donosi odluku da prihvati ponudu Saveznog ministarstva i da ono postane osnivač i izdavač časopisa *Finansije*. Od 2003. godine, počinje nova faza u istoriji časopisa: za glavnog i odgovornog urednika imenuje se **Dušan Vujović** a za zamenika glavnog i odgovornog urednika **Dejan Popović**. Zadatak koji je predstavljen pred novi Uređivački odbor je jasan i veoma težak: vratiti ugled časopisu *Finansije* i stvoriti od njega vodeći naučni časopis u zemlji i regionu, koji će okupiti najpoznatije domaće i inostrane autore ali i predstavljati tribinu na kojoj će nastupati i mlađi stručnjaci željni afirmacije.

U vreme kada pišemo ovaj tekst zahvalnosti, sigurni smo da smo u tome uspeli.

Zahvaljujemo Vam Vesna, i želimo da znate da ćete nam nedostajati.

U ime Uređivačkog odbora časopisa *FINANSIJE*

**Prof. dr Dejan POPOVIĆ**  
zamenik glavnog i odgovornog urednika časopisa

Rad primljen: 6.10. 2014.

UDK: 339.564(497.11)“2000/2014“ 338.1(497.1)

ID BROJ: COBISS.SR-ID 211478540 1

Pregledni rad

## **STRUKTURNO UNAPREĐENJE DOMAĆEG ROBNOG IZVOZA 2000-2014.**

### *STRUCTURAL IMPROVEMENT OF DOMESTIC MERCHANDISE EXPORTS 2000-2014*

**Dr Goran NIKOLIĆ**

**Institut za evropske studije, Beograd**

#### **Rezime**

Tokom perioda 2000-2014. beleži se umereno strukturno unapređenje domaćeg robnog izvoza, što se može videti kroz porast udela proizvoda viših faza prerade. Tehnološka struktura i faktorska intenzivnost robnog izvoza unapređena je, ali te promene nisu u kritičnoj meri poboljšale strukturu domaćeg izvoza i, samim tim, stvorile uslove za njegov snažan dugoročan rast. Nivo kvaliteta srpskog robnog izvoza i dalje znatno zaostaje za zemljama u EU, a u nešto manjoj meri i za ekonomijama Centralne Evrope u tranziciji. U radu su analizirane kvantitativne promene tehnološke strukture i faktorske intenzivnosti domaćeg izvoza kroz praćenje udela industrijskih proizvoda intenzivnih ljudskim kapitalom (skill-intensive manufactures), kao i visoko i srednje-visoko tehnoloških proizvoda u ukupnom robnom izvozu od 2000. do 2014.

Radi strukturnog unapređenja domaće izvozne strukture neophodan je obiman transfer moderne tehnologije. To se pre svega može desiti kroz strane investicije, i to u sektore poput električnih uređaja i auto-industrije, zbog relativno velike potencijalne tražnje koja postoji za proizvodima iz tih sektora. Zasnivanje proizvodne baze na tehnološki intenzivnijim aktivnostima praktično je jedini put za dugoročnu održivost visokih stopa rasta domaćeg izvoza, koje su neophodne da bi se veoma nizak apsolutni nivo izvoza Srbije značajnije podigao.

**Ključne reči:** ROJNI IZVOZ, UNAPREĐENJE, STRUKTURA, 2000-2014, TEHNOLOGIJA, INTENZIVNOST, SRBIJA.

### *Summary*

*In the period 2000-2014 there was a tendency of mild improvement of the quality of domestic exports, which can be traced through a slight increase in the share of goods of higher levels of processing. Technological structure and factor intensity of merchandise export have been improved, but the changes are not, in the critical extent, improved the structure of domestic exports and thereby create conditions for its strong sustainable long-term growth. The quality level of Serbian merchandise exports lags greatly behind the countries in the EU and to a lesser extent the Central European economies in transition.*

*The paper analyzes the quantitative changes in the technological structure and factor intensity of domestic merchandise exports through changes in the tendency of shares of skill-intensive manufactures, as well as high and 'medium-high' technology products in total exports in the period 2000-2014.*

*For structural improvement of the domestic export structure it is necessary to have significant transfer of modern technology. This primarily can happen through foreign direct investment, in sectors such as electrical equipment and automotive industry, due to the relatively large potential demand that exists for products from these sectors. Establishing a manufacturing base in the technology intensive activities is virtually the only way for long-term sustainability of high growth rates of domestic exports, which is necessary to raise the very low absolute level of Serbian exports.*

**Key words:** MERCHANDISE EXPORTS, STRUCTURE, IMPROVEMENT, 2000-2014, TECHNOLOGY, INTENSITY, SERBIA

### UVOD

U narednim godinama usled potrebe za prilagođavanjem platnog bilansa domaća privreda će morati u značajno većoj meri nego do sada da proizvodi razmenjive („tradable“) robe, nauštrb usluga, kojima je većim delom „guran“ rast u periodu 2000-2008. Naime, iako je s početkom ekonomske krize, usled nemoćnosti finansiranja izvoza i u manjoj meri deprecijacije dinara, došlo je do trostrukog pada deficita tekućih transakcija (na još uvek visokih 6 % 2013, a podaci

za 2014 ukazuju na stagnaciju udela platnobilasnog deficit u BDP-u<sup>1</sup>) pitanje njegove održivosti ostaje aktuelno. Nameće se zaključak da će izvoz igrati ključnu ulogu u novoj strategiji rasta, odnosno da će pitanje priliva inokapitala, pre svega direktnih investicija, postati ključ uspeha nove strategije. Dosadašnji blagi kvalitativni pomaci domaćeg robnog izvoza nisu dovoljni i kao imperativ nameće se

---

<sup>1</sup> Videti podatke NBS (2014), kao i korekcije BDP (RZS, 2014).

značajno ubrzanje započelih pozitivnih strukturnih tendencija. Bez dinamiziranja izvoza, koje ne može biti održivo bez njegovog strukturnog unapređenja, kao i bez osvajanja novih tehnologija, koje će biti oslonac značajnog porasta izvoza na bazi veće novododate vrednosti, Srbija će se naći u začaranom krugu sporog rasta, relativno visoke zaduženosti, prevelike fiskalne neuravnoteženosti i s tim povezane monetarne rigidnosti i realne aprecijacije kursa (veće nego što konvergencija BDP-a Srbije onome u EU „dovodljiva“).

Dakle, ključni uslov za akceleraciju izvoza je njegovo strukturno unapređenje. Da li se tako nešto može očekivati pokušaćemo da odgovorimo analizirajući promene faktorske intenzivnosti i tehnološke strukture domaćeg izvoza.

### 1. KORIŠĆENA METODOLOGIJA ZA KVANTITATIVNU ANALIZU

U radu su analizirane kvantitativne promene tehnološke strukture i faktorske intenzivnosti domaćeg izvoza kroz praćenje udela industrijskih proizvoda intenzivnih ljudskim kapitalom (skill-intensive manufactures), kao i visoko i srednje-visoko tehnoloških proizvoda u ukupnom robnom izvozu od 2000 do 2014.

Kvalitet strukture domaćeg izvoza može se uvideti ako ga razvrstamo na tri kategorije: na primarne proizvode, radno-intenzivne industrijske proizvode i industrijske proizvode kod kojih dominira kvalifikovani rad i uporedimo dobijene rezultate s drugim državama. U ovom istraživanju mi smo praktično klasifikovali ukupni robni izvoz na dve kategori-

je, od kojih je jedna za ovo istraživanje posebno važna: proizvodi intenzivni kvalifikovanim radom. Ovo je urađeno u skladu sa metodologijom koju su razvili Mayer (2001), te Mayer and Wood (2001, str 9-10). Postoji minimalna razlika u našem proračunu i to zbog nepotpune dostupnosti podataka. Naime, mi uzimamo u obzir uglavnom dvocifrene SMTK kategorije. Tu su praktično ceo sektor 5: hemijski proizvodi, neelektrični uređaji (odseci: 71, 72, 73, 74), kompjuteri i kancelarijska oprema (75), komunikaciona oprema (76), električne mašine (77), motorna vozila (78), naučni i kontrolni instrumenti (87), fotografski aparati, optika, satovi (88). U obzir su uzete samo tri trocifrene SMTK kategorije (785,786,792), koje nam služe za korigovanje udela odseka 78 i 79. To smo uradili imajući u vidu donekle balansirajuće, a u svakom slučaju skoro zanemarljivo, učešće ostalih kategorija SMTK.<sup>2</sup>

Nakon toga, strukturne promene izvoza smo kvantifikovali preko tendencija tehnološke strukture. Koristili smo metodologiju koja je razvijena u studiji Munkacsi (2011). Moguća strukturna poboljšanja izvoza zemalja Centralne i Istočne Evrope Munkacsi izračunava razvrstavanjem izvoza u pet kategorija, od kojih jedna obuhvata proizvode vi-

---

<sup>2</sup> Videti podatke NBS (2014), kao i korekcije BDP (See SITC (Revision 4) detailed classification: UN Publication, „Standard International Trade Classification (Revision 4)“, Department of Economic and Social Affairs, Statistics Division, UN, Statistical Papers Series M No. 34/Rev. 4, 2006. pp. X-XIII, 2-178. Retrieved from: <http://unstats.un.org/unsd/trade/sitc%20rev%204%20final.pdf>.RZS, 2014).

soke i umereno visoke tehnologije (medium - and high-tech). Tu su, pre svega, obuhvaćeni sledeći sektori SMTK: sektor 5 - hemikalije i hemijski proizvodi, odsek 67 - gvožđe i čelik, sektor 7 (mašine i transportni uređaji), te SMTK odseci 81, 87 i 88 (naravno, stvar je kompleksnija i objašnjena je u pomenu-toj studiji, te primenjena u našem istraživanju).

Na osnovu ove dve klasifikacije utvrdili smo udeo pojedinih grupacija u robnom izvozu Srbije, kao i zemalja regiona. Naime, učešće 'medium- and high-tech' i 'skill-intensive' proizvoda, u velikoj meri opredeljuju sumarni kvalitet strukture izvoza date zemlje. Jednostavno rečeno: veće učešće datih grupacija ukazuje na kvalitetniju strukturu izvoza date zemlje. Cilj je da na osnovu promena udela dve grupe proizvoda ocenimo eventualno kvalitativno unapređenje strukture domaćeg robnog izvoza.

### **2. TENDENCIJA UNAPREĐENJA ROBNOG IZVOZA SRBIJE**

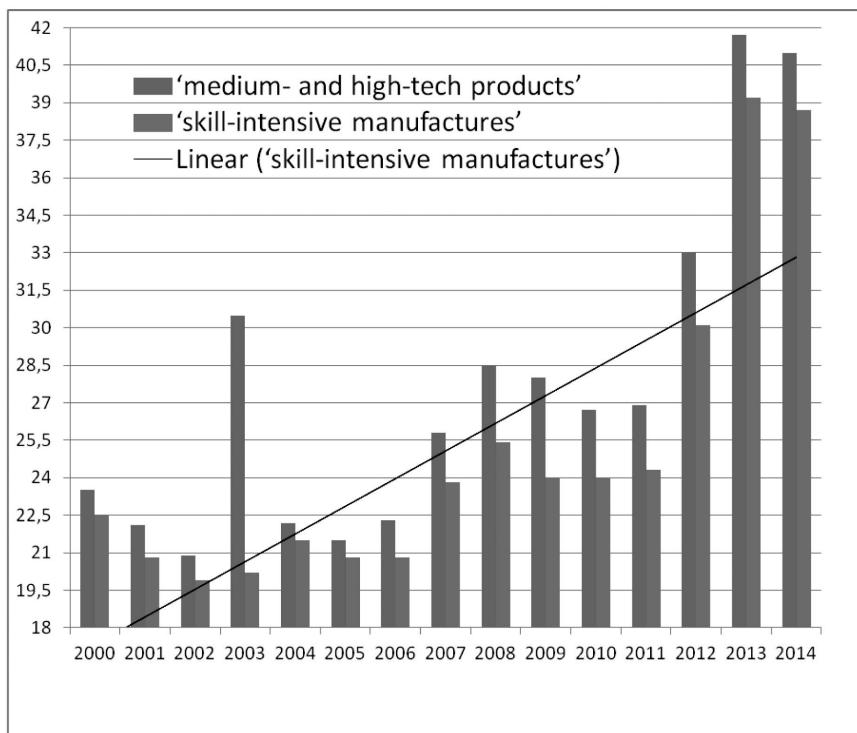
Rezultati su indikativni. Ako posmatramo faktorsku, odnosno tehnološku, intenzivnost domaćeg robnog izvoza pozitivan je blag, a potom i snažniji, rast udela 'medium- and high-tech' i 'skill-intensive' proizvoda, grupacija koje najviše opredeljuju sumarni kvalitet strukture izvoza (istovremeno, prisutan je trend pada učešća resursno intenzivnih proizvoda). 'Medium- and high-tech' i 'skill-intensive' proizvodi bi se mogli 'označiti' kao proizvodi intenzivni visokom i srednje visokom tehnologijom, odnosno proizvodi (viso-

ko) intenzivni kvalifikovanih radom. Na grafikonu 1 i tabeli 1 može se videti da se udeo 'medium- and high-tech' proizvoda kao i 'skill-intensive' proizvoda povećao u periodu 2000-2014, i to nakon 2006, posebno tokom 2013 i 2014. Generalno, Srbija je zabeležila umeren rast udela ove dve grupe proizvoda u ukupnom izvozu (rast 2003 je posledica snažnog rasta sektora 79 što je uzrokovano „problematičnim” uključivanjem remonta aviona i brodova).

Činjenica je da je od 2000 do 2012. većina zemalja Balkana, takođe, beležila rast 'medium- and high-tech' i 'skill-intensive' proizvoda u ukupnom izvozu (Nikolić, 2013, pp. 128-130). Rumunija je imala najbolje rezultate, dok je npr. BiH imala stagnantnu izvoznju strukturu. Progres u Turskoj je bio evidentan u prvih sedam godina poslednje decenije. Pozicija Srbije među ovim zemljama je prosečna u 2012, dok je progres tokom naredne dve godine stavio Srbiju u povoljniju poziciju. U apsolutnim iznosima zemlje zapada Evrope, odnosno EU, imaju mnogo bolje rezultate (Nikolić, 2013, pp. 7-24).

Generalno, mogla bi se steći ocena o snažnom napretku Srbije na planu izvoznih performansi. Međutim, taj ključak samo delimično stoji. Naime, rapidno unapređenje izvozne strukture u poslednje dve godine posledica je početka proizvodnje automobile Fijat (FAS), koji je zbog vrlo niskog obima ukupnog izvoza dramatično promenio izvoznju strukturu domaće privrede (sličan, ali obrnut, slučaj bio je npr. 2006. ili 2007. kada je US Steel zbog visokog udela u izvozu koji je klasifikovan kao nisko

Grafikon 1  
Tendencija udela 'medium- and high-tech' proizvoda i 'skill-intensive manufactures' u ukupnom izvozu 2000-13



Izračunato na osnovu podataka RZS (podaci za 2014. odnose se na prvih 8 meseci).

tehnološki intenzivan obarao kvalitet domaćeg robnog izvoza).<sup>3</sup>

U svakom slučaju, tek bi snažan potencijalni rast domaćeg izvoza koji bi ga

<sup>3</sup> Indikativno je da je tokom 2013 srpski izvoz povećan za 2.252 miliona evra, od čega je rast izvoza automobila 1.160 miliona evra, što je 51,5% ukupno ostvarenog porasta izvoza. Najveći rast vrednosti izvoza, posle automobila, imali su pšenica (za 128 miliona evra), polimeri etilena (109), električna energija (107), i izolovani kablovi i žica (103). Najveće smanjenje vrednosti izvoza imao je kukuruz, za 284 miliona evra.

u per capita izrazu ili kao udeo u BDP-u doveo na nivo približan zemljama regiona, mogao da bude neophodna osnova za praćenje unapređenje kvaliteta izvoza. Naime, ako bi struktura i tada ostala slična današnjoj mogli bismo govoriti o snažnom kvalitativnom pomaku. Ovakom, sa izvozom koji je u per capita izrazu višestruko manji od većine zemalja regiona, izvozna slika ostaje sumorna. Naime, robni izvoz iznosio je 2013. samo 11 milijardi evra i dva puta je niži od bugarskog, tek je prešao hrvatski, dok je



## FINANSIJE

Tabela 1  
Tendencija udela 'medium- and high-tech' proizvoda i 'skill-intensive manufactures' u ukupnom izvozu 2000-14

% ukupnog izvoza:	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
'medium- and high-tech products'	23,5	22,1	20,9	30,5	22,2	21,5	22,3	25,8	28,5	28,0	26,7	26,9	33,0	41,7	41,0
'skill-intensive manufactures'	22,5	20,8	19,9	20,2	21,5	20,8	20,8	23,8	25,4	24,0	24,0	24,3	30,1	39,2	38,7

Izračunato na osnovu podataka RZS (podaci za 2014. odnose se na prvih 8 meseci).

Tabela 2  
Tendencija udela 'medium- and high-tech' proizvoda i 'skill-intensive manufactures' u ukupnom izvozu izabranih zemalja regiona 2000-12

	2000	2008	2012	2000	2008	2012
<i>Grčka</i>	21,3	28,1	18,7	19,3	25,1	17,7
<i>Makedonija</i>	-	12,5	29	-	9,3	26,7
<i>Turska</i>	26,7	36,4	31,9	24,8	32,2	30
<i>Hrvatska</i>	42	46,8	40,6	25,9	31,1	30,9
<i>Rumunija</i>	28,6	46,1	51	21,8	38,9	45,1
<i>B&amp;H</i>	-	25,5	25,4	-	19,7	18,4
<i>Crna Gora</i>	-	15,3	6,8	-	9,7	11,3
<i>Bugarska</i>	21,9	25,7	26,4	21,8	24,2	25,3
<i>Slovenija</i>	58,5	60	55,8	48,3	54,5	55

Izvor: Nikolić (2013, pp. 7-24)

7,4 puta manji od mađarskog<sup>4</sup> i 10,2 puta niži od češkog<sup>5</sup>. Izvoz Srbije po stanovniku, od 1.530 evra u 2013, je jedan od najnižih od svih zemalja u tranziciji (npr. robni izvoz Češke iznosi 10.740 evra pc; Mađarske 8.254 evra pc, Slovačke 14.627 evra pc<sup>6</sup>).

Ovo je stanje stvari i pored toga što je Srbija od 2000. beležila visoke stope rasta ukupnog izvoza. Značajan rast izvoza bio je posledica vrlo niske baze, preferencijalnog tretmana na tržištu EU,

<sup>4</sup> [http://www.ksh.hu/docs/eng/xstadat/xstadat\\_annual/i\\_qkt017.html](http://www.ksh.hu/docs/eng/xstadat/xstadat_annual/i_qkt017.html)

<sup>5</sup> <http://apl.czso.cz/pll/stazo/STAZO.STAZO?jazyk=EN>

<sup>6</sup> [http://slovak.statistics.sk/wps/portal/ext/products/informationmessages/inf\\_sprava\\_detail/8267a55d-2d86](http://slovak.statistics.sk/wps/portal/ext/products/informationmessages/inf_sprava_detail/8267a55d-2d86)

efektuiranja zone slobodne trgovine u regionu, početnog učinka restrukturiranja domaće privrede, kao i efekta unapređenja uvoza (rast uvoza opreme). Prosečni rast domaćeg izvoza bio je jedan od najbržih u regionu. Od 2000. do 2013. prosečna stopa rasta robnog izvoza u Srbiji iznosila je visokih 15,5%, u BiH 24%, u Makedoniji 7,1%, u Bugarskoj 12,5%, u Rumuniji 12,8%, u Mađarskoj 8,6%, u Češkoj 11,6%, u Hrvatskoj 5,4%, u Sloveniji 7,2%. Tokom prve decenije 21. veka robni izvoz Srbije rastao je prosečno godišnje skoro 15 odsto u evrima. I tokom tri godine druge decenije 21. veka nastavio se dinamičan rast robnog izvoza (čak 26% u 2013).

Tokom 2014. rast je skroman; u prvih osam meseci izvoz je veći za 4,9%

(u evrima). Procene ukazuju da bi Srbija u ovoj godini mogla dostići rast robnog izvoza od 4% (te bi robni izvoz bio blizu 11,5 milijardi evra). Naime, sa protokom 2014. robni izvoz bitno usporava rast. Ovo je posledica znatnog usporavanja rasta izvoza drumskih vozila, ali su i poplave u maju uticale na trend rasta izvoza, jer su negativno uticale na proizvodnju (a time i izvoz) prvenstveno u oblasti energetike, rudarstva i poljoprivrede. Ovo može biti delimično posledica i blage aprecijacije dinara, kao i recesivnih kretanja, iz prve polovine godine. U narednom periodu očekuje se da će se na rast izvoza nepovoljno odraziti majske poplave, kao i trenutna recesija, dok će nepovoljan uticaj imati i faktička stagnacija u EU. Ocenjuje se da je potencijalni rast izvoza Srbije na rusko tržište prilično skroman, i da mogućnost rasta supstitucije izvoza članica EU neće značajnije uticati na rast ukupnog izvoza Srbije. Takođe, trenutni deprecijacijski talas može se odraziti na rast izvoza još krajem 2014. i na početku 2015 (FREN, 2014).

Dakle, možemo procenti da će u periodu 2000-14. prosečna (diskretna) stopa rasta robnog izvoza u evrima iznosila 14,7%, što je nešto manje nego u razdoblju 2000-13 (15,5%).<sup>7</sup> Zaključak je da je rast domaće robne razmene od 2000. bio je impozantan, ali je ostvaren sa vrlo niske baze tako da Srbija ima u apsolutnom izrazu vrlo nizak izvoz.

---

<sup>7</sup> <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/repository/documents/00/01/37/87/st16042014.pdf>

### 3. ANALIZA IZVOZA NA NIVOU ROBNIH GRUPA

Uvid u najvažnije proizvode u robnom izvozu Srbije ukazuje na strukturne probleme sa kojima se suočava naša ekonomija. Naime, gro izvoza Srbije čine sirovine, odnosno primarni resursni proizvodi, dok je udeo proizvoda sa višom dodatom vrednošću relativno posmatrano skroman. Dakle, dominantan deo izvoza Srbije, i pored poboljšanja u prethodne dve, tri godine, čine prehrambeni i agrarni proizvodi, zajedno sa osnovnim metalima (čelik, aluminijum, bakar), nemetalima, predivama i tkaninama, gumama. Najkvalitetniji deo izvoza: mašine i transportni uređaji i hemijski proizvodi još uvek imaju, komparativno gledano, nizak udeo u robnom izvozu naše zemlje.

Od 2012. u izvozu Srbije dominiraju vozila (putnička), što je posledica očekivanog snažnog porasta izvoza FIAT-a, odnosno FAS-a, koji će izvesno drastično usporiti u 2014. Sličan slučaj bio je do 2011. sa proizvodima od čelika, koji su posebno 2008. imali visok izvoz (preko milijardu evra). Sa odlaskom US Steela, početkom 2012, snažno je opao izvoz ove robne grupe. Konstantno rastući značaj za srpski izvoz ima električna oprema, što je posledica dolaska brojnih stranih kompanija srednje veličine u našu zemlju poslednjih godina (npr. privatizacija Severa u Subotici). Sličan slučaj je i sa robnom grupom koju čine pre svega mašine i kotlovi, koju dobri delom čine komponentaši, koji snabdevaju strane kompanije u domicilnim zemljama. Plastični proizvodi već decenijama

## FINANSIJE

imaju značajan udeo u našem izvozu (Petrohemija ‘vuče’ gro ovog izvoza), ali se radi o robama nižeg stepena obrade. Nove pneumatske gume su zahvaljujući i dolasku stranih investitora (Mišlen) snažan oslonac srpskog izvoza na zapadna tržišta. Žitarice uglavnom čine značajan deo domaćeg izvoza, (pre svega kukuruz, koji se reeksportuje preko Rumunije u zemlje Zaliwa), dok se slično može reći i za voće, iznad svega maline. Bitna stavka agrarnog izvoza je i šećer, što je posledica povlašćene cene na tržištu EU. Obojeni metali, odnosno bakarne katode i aluminijumski proizvodi čine standardno znatan deo domaćeg izvoza, što je u

slučaju bakra posledica dobre konjunktura (visoka berzanska cena u poslednjoj dekadi), dok je kod aluminijuma to posledica i uspešne privatizacije (Impol Seval). Izvoz nameštaja raste, mada je i dalje ispod mogućnosti zemlje, a sličan slučaj je i s odevnim predmetima i obucom, što je povezano s dolaskom uglavnom italijanskih proizvođača (poput Benetona i Kalcedonije). Raste i izvoz proizvoda od drveta i proizvoda od celuloze i papira. Farmaceutski proizvodi su standardno zastupljeni sa blizu 2% ukupnog izvoza, što je legat razvijene farmaceutske industrije (i pored problema koje ima Galenika), koja je ojačana dolaskom Štade.

Tabela 1.  
**Robni izvoz Srbije po najvažnijim robnim grupama, HS II digit**

u milionima evra (sa udelom većim od 1% 2013)

<i>HS, dvocifrena klasifikacija:</i>	2005	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Vozila (osim železničkih i tramvaja)	57,8	178,9	131,2	151,0	198,9	483,9	1647,7
Električna i elektronska oprema	99,0	512,8	457,3	552,1	679,7	881,5	1030,2
Mašine, nuklearni reaktori, kotlovi, itd	188,6	469,7	378,3	399,8	476,0	547,5	694,6
Plastika i proizvodi od nje	240,0	402,3	271,8	359,2	435,0	409,7	597,7
Mineralna goriva, ulja, destilac. proiz..	131,7	256,2	281,1	377,5	361,8	312,2	535,0
Guma i proizvodi od nje	192,0	239,0	184,4	249,7	324,5	305,5	373,0
Žitarice	100,0	103,0	234,6	323,1	400,0	522,3	368,6
Voće, jezgrasto voće, agrum, dinje	128,7	228,1	230,5	268,5	320,9	288,2	360,7
Gvožđe i čelik	501,4	1034,0	483,8	793,7	790,8	362,0	359,2
Bakar i proizvodi od bakra	185,9	313,4	224,5	381,1	464,4	395,2	342,9
Proizvodi od gvožđa i čelika	98,5	260,7	189,2	191,5	219,3	244,1	317,7
Odevni proizvodi, pribor za štrikanje..	89,5	196,3	190,1	201,5	215,5	259,4	308,3
Aluminijum i proizvodi od njega	114,6	259,8	166,4	236,4	329,0	319,0	298,8
Nameštaj, rasveta, montažne zgrade	70,0	145,3	123,8	148,8	169,6	188,9	231,2
Papir i karton, pr. od celuloze i papira	77,7	140,8	142,9	162,2	191,5	197,0	222,9
Obuća, dokolenice, njihovi delovi	97,0	164,0	138,3	157,9	193,8	190,5	205,0
Drvo i proizvodi od drveta, drveni ugajl	68,4	145,4	111,3	128,8	165,5	175,2	191,4
Farmaceutski proizvodi	81,9	140,6	126,9	148,5	152,4	191,6	183,1
Pića, alkoholi i sirće	44,8	141,3	140,3	135,9	156,6	166,8	162,5
Životinjske, biljne masti i ulja...	36,3	105,3	93,6	114,3	151,3	159,9	149,4
Šećer i proizvodi od šećera	141,0	118,0	111,4	156,8	130,6	141,8	145,1
Odevni predmeti i pribor	104,3	174,6	188,9	102,3	125,7	129,8	142,0
Rude, zgure i pepeo	8,6	13,7	13,6	22,4	47,5	76,3	119,2
Organske hemikalije	96,0	172,9	32,8	99,1	46,9	30,1	111,5

Izvor: [http://www.trademap.org/Product\\_SelCountry\\_TS.aspx](http://www.trademap.org/Product_SelCountry_TS.aspx)

Ako se analizira viši nivo dezagregacije (HS 4 digit), pored putničkih automobila vidljivo je da su vodeće robne grupe u izvozu Srbije 2013. bile: kablovi, gume, smrznuto voće, hulahopke, naftni derivati, struja, pšenica, kukuruz, lekovi, etilen, šećer, frižideri, sedišta i drugi delovi za vozila, sunco-kretovo ulje...

Na nepovoljnu strukturu domaćeg robnog izvoza ukazuje i redosled najvećih izvoznika. Ako se izuzme FAS (Fijat), koji je na prvom mestu (u prvih osam meseci 2014. uprkos usporavanju izvoza ostvario robni izvoz od 947 miliona evra ili čak 13% domaćeg robnog izvoza), te „Gorenje Srbija“ sa 120 miliona evra koje je na četvrtom mestu, većina ostalih najbolje rangiranih kompanija na inot tržišta plasira proizvode niže dodate vrednosti.

Naime, na drugom mestu je NIS sa 255 miliona evra, na trećem „Tigar tajers“ iz Pirota sa 158 milion evra, HIP Petrohemija je peta sa 118 miliona evra. Šesto mesto zauzima Železara Smederevo sa 116 miliona evra, sedmi je „Tetrapak“ iz Beograda sa izvozom od 102 miliona evra, osmi je „Hemofarm“ sa 95 miliona evra, „Tarket“ iz Bačke Palanke je sa 82 miliona evra deveti, a Jura korporacija iz Rače sa 80 miliona evra deseta. Slede: „Bol pekidžing“ sa 75 miliona evra, RTB Invest iz Bora sa izvozom od 67 miliona, „Sirmijum stil“ sa 65 miliona, „Impol Seval“ sa 65 miliona, fabrika čarapa „Vali“ sa izvozom u prvih osam meseci 2014 od 58 miliona evra (Ministarstvo finansija, 2014).

#### 4. REFERENTNE STUDIJE

U studiji Cimoli, Fleitas & Porcile (2013) razmatraju se efekti promena realnog deviznog kursa na diverzifikaciju i tehnološki intenzitet izvoza. Autori koriste panel-studiju podataka koja obuhvata 111 zemalja u periodu 1962-2008. Rezultati ukazuju na to da konkurentni realni devizni kurs treba smatrati relevantnom promenljivom u procesu diverzifikacije i unapređenja tehnološkog intenziteta izvoza budući da podstiče transformaciju dotadašnjeg obrasca specijalizacije.

U analizi Basu and Das (2011) pomoću neparametarske metodologije analiziran je uticaj nivoa tehnološke intenzivnosti (kao i radno kvalifikacione intenzivnosti) izvoza na nivo BDP-a po stanovniku (dodatne kontrolne varijable institucionalni okvir i kvalitet ljudskog kapitala u zemljama u razvoju). Jedan od ciljeva je da se ispita uloga tehnološke strukture izvoza radi razumevanja različitih nivoa ekonomskih performansi posmatranih zemalja. Postoji pozitivna signifikantna veza između rasta radnih kvalifikacija i tehnološke strukture izvoza sa povećanjem BDP-a per capita (uz kontrolisanje uticaja drugih varijabli). Obrađeno je 88 zemalja u razvoju u periodu od 1995. do 2007. Rad podržava stav da su zemlje sa višim kvalitetom strukture izvoza, zajedno sa boljim institucionalnim okvirom i ljudskim kapitalom u boljoj poziciji od trgovinske integracije. Empirijski dokazi ukazuju na to da efikasna podrška sektorima izvoza, koji imaju konkurentne prednosti, odnosno mogućnost da unaprede tehnološku strukturu od ključnog značaja.

U analizi Rahman & Zhao (2013) ukazuje se na jaku ulogu lanaca snabdevanja u izvoznim performansama zemalja Evrope (veze između zemalja zavise od geografske bliskosti, od troškovnih diferencijala, te od sličnosti u strukturama izvoza). Ovo je od posebnog značaja budući da je jedna od najvažnijih promena u međunarodnoj trgovini povećanje povezanosti između izvožno orijentisanih firmi kroz vertikalne trgovinske mreže koje postoje u mnogim zemljama (sa određenim zemljama specijalizovanim u pojedinim fazama produkcije).

U radu Kaitila (2010) utvrđeno je da sličnost izvoznih struktura novih zemalja članica i zemalja (EU11, to su EU15 bez „kohezionih zemalja“: Grčka, Irska, Portugal i Španija) povećana, ali da i dalje postaji jaz između njih. To je dokaz rasta relativnog kvaliteta izvoznih proizvoda novih zemalja članica EU (i „kohezionih zemalja“), kao i rastuće sličnosti između pojedinačnih zemalja sa ukupnom EU. Autor koristi indikator sličnosti koji je dobijen kada je indeks sličnosti Finger i Kreinin (1979) korigovan kvalitetom proizvoda koji su definisani preko nivoa tzv. horizontalne i vertikalne intraindustrijske trgovine. Između 1999. i 2008. skoro sve zemlje EU su imale porast ukupne sličnosti oprema ostatku EU. Integracija je učinila da EU postane izvožno sličnija tokom vremena. Najveće pozitivne promene su se desile u nekim novim zemljama članicama (Letonija, Rumunija, Litvanija, Estonija i Poljska).

### ZAKLJUČAK

Tokom perioda 2000-2014. beleži se umereno strukturno unapređenje domaćeg robnog izvoza, što se može videti kroz porast udela proizvoda viših faza prerade. Tehnološka struktura i faktorska intenzivnost robnog izvoza unapređena je, ali te promene nisu u kritičnoj meri poboljšale strukturu domaćeg izvoza i, samim tim, stvorile uslove za njegov snažan dugoročan rast. Nivo kvaliteta srpskog robnog izvoza i dalje znatno zaostaje za zemljama u EU, a u nešto manjoj meri i za ekonomijama Centralne Evrope u tranziciji.

Jasno je da je Srbiji potrebna nova strategija razvoja koja će se bazirati na smanjivanju neproduktivne javne potrošnje i podizanju nivoa investicija u BDP-u, koja je praktično neostvariva bez dodatne inostrane akumulacije. Dakle, bez priliva stranog kapitala (pre svega, SDI ili koncesionih kredita) neće moći da se računa na značajnije povećanje robnih potencijala za izvoz. Oformljena struktura domaćeg izvoza ne daje objektivne šanse za znatniji porast izvoza u celini (ali bi planirani razvoj auto-industrije, elektronske industrije i sektora informacionih tehnologija, gde država planira da subvencionise investitore, mogao da doprinese unapređenju strukture industrijske proizvodnje i izvoza). Razlozi za to leže u slaboj konkurentnosti domaćih izvoznika na inostranom tržištu, posebno tržištu EU, kao i neprilagođenosti nekonvencionalnih performansi domaćeg izvoza. Tradicionalna struktura domaćeg izvoza pokazuje kašnjenje za strukturnim

promenama uvozne tražnje razvijenih zemalja. Zbog toga se porast izvoza poslednjih godina uglavnom oslanjao na ranije instalirane kapacitete, sa neretko zastarelom tehnologijom, tako da je za osetniji porast vrednost izvoza bilo neophodno obezbediti znatnije povećanje fizičkog obima izvoza. To praktično znači da su cene domaćeg izvoza niže u odnosu na efektivne cene proizvoda viših faza prerade, tako da se izvozom često ostvaruju gubici. Kod nekih proizvoda, gubici se uvećavaju sa porastom stepena prerade. Sem neposrednih gubitaka za izvoznika, ova tendencija je imala za rezultat prelivanje domaće supstance u inostranstvo. Da bi se ovaj proces izbegao u narednim godinama, potrebne su znatne izmene u strukturi domaćeg izvoza. Oštar pomak u ovoj strukturi, koji bi se uklapao u savremene tendencije strukture uvozne tražnje, nije nimalo lak i on podrazumeva otvaranje reformskog procesa u realnom sektoru privrede.

Pojačavanje priliva SDI ključno je za ostvarivanje nove paradigme privrednog rasta. U 2013. neto priliv SDI u Srbiju iznosio je 1,229 milijardi evra, što je dvostruko više od priliva u 2012<sup>8</sup> (ovo je po novoj metodologiji platnog bilansa - BPM6, koja za skoro polovinu povećava SDI, zbog uračunavanja interkompanijskih zajmova i reinvestirane dobiti), dok u periodu januar-jul 2014. priliv iznosi 0,540 milijardi evra, a procenjeni priliv u 2014. je 1,2 milijarde evra (NBS, 2014).

---

<sup>8</sup> <http://www.mfin.gov.rs/pages/article.php?id=7161>

Jasno je da je srpskoj ekonomiji neophodan transfer moderne tehnologije i investicija. To se pre svega može desiti kroz strane investicije, i to u sektore poput električnih uređaja i auto-industrije, zbog relativno velike potencijalne tražnje koja postoji za proizvodima iz tih sektora. Zasnivanje proizvodne baze na tehnološki intenzivnijim aktivnostima praktično je jedini put za dugoročnu održivost visokih stopa rasta domaćeg izvoza, koje su neophodne da bi se veoma nizak apsolutni nivo izvoza Srbije značajnije podigao.

Unapređenje regulatornog okvira na tržištu rada, te tržišno bazirana reorganizacija nauke i obrazovnog sistema je od suštinske važnosti. Ciljana industrijska politika, primena sektorskih i strategija na nivou preduzeća su neophodne da bi se dao podstrek prelasku na tehnološki intenzivnije aktivnosti.

Izvozno vođen rast, koji je od suštinskog značaja za Srbiju, zahteva snažno povećanje spolne trgovine. Institucionalni okviri za rast spoljne trgovine već postoje (Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju EU sa Srbijom, CEFTA, sporazumi o slobodnoj trgovini sa članicama Evroazijske unije).

### LITERATURA:

- Basu, Sudip & Das, Monica (2011). EXPORT STRUCTURE AND ECONOMIC PERFORMANCE IN DEVELOPING COUNTRIES: EVIDENCE FROM NONPARAMETRIC METHODOLOGY. UNCTAD Blue Series Papers from United Nations Conference on Trade and Development. No 48.

- Cimoli, Mario; Fleitas, Sebastian & Porcile, Gabriel (2013). Technological intensity of the export structure and the real exchange rate. *Economics of Innovation and New Technology*, 2013, vol. 22, issue 4, pages 353-372.
- Ekonomski institut, (2014), *Makroekonomske analize i trendovi (MAT)*, br. 8. Beograd.
- Finger J. M. Krenin M. A. (1979), "Measure of Export Similarity and Possible Uses", *Economic Journal*, Vol. 89, decembar 1979.
- IMF (2014), Are Global Imbalances at a Turning Point? <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/pdf/c4.pdf>
- Kaitila, Ville (2010) Quality-adjusted similarity of EU-countries export structure. Discussion Papers (No 1227), The Research Institute of the Finnish Economy.
- FREN (2014), Kvartalni monitor, broj 37, april- jun 2014 (str. 28).
- Mayer, J. & Wood, A. (2011). South Asia's Export Structure in a Comparative Perspective, *Oxford Development Studies*, Vol. 29, No. 1, 2001. pp: 9-10. Retrieved from: <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/apcity/unpan002190.pdf> Accessed 12.10.2012.
- Mayer, J. & Wood, A. (2001). South Asia's Export Structure in a Comparative Perspective, *Oxford Development Studies*, Vol. 29, No. 1, 2001. pp: 9-10. Retrieved from <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/apcity/unpan002190.pdf>
- Ministarstvo finansija RS (2014). TEKUĆA MAKROEKONOMSKA KRETANJA (septembar 2014). [http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/tabele/2014%20avgust/Tekuca%20makroekonomska%20kretanja%20\(podaci%20-%20JUL%202014\)-sa%20fiskalom%20i%20dugom%2005\\_09\\_2014\\_.pdf](http://www.mfin.gov.rs/UserFiles/File/tabele/2014%20avgust/Tekuca%20makroekonomska%20kretanja%20(podaci%20-%20JUL%202014)-sa%20fiskalom%20i%20dugom%2005_09_2014_.pdf)
- Munkacsi, Z. (2011), Export structure and export specialisation in Central and Eastern European countries, *Budapest, Magyar Nemzeti Bank 2009*. [http://english.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Kiadvanyok/mnben\\_muhelytanulmanyok/mnben\\_op\\_81/op\\_81.pdf](http://english.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Kiadvanyok/mnben_muhelytanulmanyok/mnben_op_81/op_81.pdf) Accessed 10.11.2012.
- NBS (2014), Izveštaj o inflaciji, avgust 2014. [http://www.nbs.rs/export/download/pdf\\_ioi/ioi\\_08\\_2014.pdf](http://www.nbs.rs/export/download/pdf_ioi/ioi_08_2014.pdf)
- Nikolić, G. (2013). Tendency of exports technology structure and exports concentration in the Balkan economies 2000-2012, *Industrija*, 2013, 3, Ekonomski institut, Beograd. p. 7-24.

- Nikolić, G. (2014), „Structural changes of Serbian Merchandise Exports 2000-2013“; Review of International Affairs; 1153-1154/2014. (str. 66-83). IMPP, Beograd, 2014.
- Rahman, Jesmin & Zhao, Tianli (2013). Export Performance in Europe. IMF Working Papers from International Monetary Fund (No 13/62).
- RZS, Saopštenje br. 277 (2014), Godišnji bruto domaći proizvod u Republici Srbiji, 1995–2013. (prema ESA 2010).
- International Trade Centar (2014), Trade Map (Serbia). [http://www.trademap.org/Product\\_SelCountry\\_TS.aspx](http://www.trademap.org/Product_SelCountry_TS.aspx)
- UN (2006), „Standard International Trade Classification (Revision 4)“, Department of Economic and Social Affairs, Statistics Division, UN, Statistical Papers Series M No. 34/Rev. 4, 2006. pp. X-XIII, 2-178. Retrieved from: <http://unstats.un.org/unsd/trade/sitc%20rev%204%20final.pdf>. Accessed 30.11.2012.
- Wood, A. (1994). *North-South Trade, Employment and Inequality: Changing Fortunes in a Skill-Driven World*. Oxford: Clarendon Press.



---

## FINANSIJE

Rad primljen: 10.10. 2014.  
UDK: 339.922(4-672EU) 336.76(497.11)  
ID BROJ: COBISS.SR-ID 211479052 2  
Stručni rad

# FINANSIJSKA INTEGRACIJA EVROPSKE UNIJE I FINANSIJSKO TRŽIŠTE SRBIJE

## *FINANCIAL INTEGRATION OF THE EUROPEAN UNION AND FINANCIAL MARKET OF SERBIA*

**Dr Ratko RADOSAVLJEVIĆ**  
Svekom, Beograd

### Rezime

Integracija nacionalnih finansijskih tržišta je globalni fenomen. Ona doprinosi efikasnoj alokaciji kapitala, ujednačavanju potrošnje i smanjivanju rizika ulaganja, ali podiže nivo sistemskog rizika. Prema gravitacionom modelu integracije, ona je rezultat „domaće sklonosti“ ka investiranju. Uticaj integracije na ekonomski rast nije opšteprihvaćen na teorijskom nivou. Najpotpunija regionalna finansijska integracija realizuje se u okviru jedinstvenog finansijskog tržišta Evropske unije. Međutim, ona nije ravnomerna po pojedinim segmentima finansijskog tržišta. Finansijsko tržište Srbije je izloženo snažnom dejstvu jedinstvenog finansijskog tržišta Evropske unije, ali nije još uvek njegov sastavni deo.

**Ključne reči:** FINANSIJSKA INTEGRACIJA; FINANSIJSKA TRŽIŠTA; EVROPSKA UNIJA.

### *Summary*

*Integration of national financial markets is a global phenomenon. It contributes to the efficient allocation of the capital, smoothing of the consumption and reduction of risks of investments but increases the level of the systemic risk. According to the gravity model of*

*integration, it is the result of the home bias of the investment. The impact of the integration upon the economic growth is not universally accepted on the theoretical level. The most completed ongoing regional financial integration is the Single European financial market, however it is not evenly achieved within all segments of the market. Serbian financial market is under the strong influence of the Single European financial market but it is not yet a component part of that market.*

**Key words:** FINANCIAL INTEGRATION; FINANCIAL MARKETS; EUROPEAN UNION.

### 1. GLOBALNA I REGIONALNA INTEGRACIJA FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

Interakcija ekonomskih procesa i tehnoloških promena u savremenom svetu dovela je do rastuće povezanosti nacionalnih finansijskih tržišta. Finansijska tržišta nastajala su i razvijala se pod uticajem realnog ekonomskog okruženja, čiji su proizvod. Danas su ona, međutim, stekla relativnu samostalnost, koja omogućava povezivanje nacionalnih i formiranje regionalnih finansijskih tržišta. U nacionalnim okvirima, finansijsko tržište kreira sve veći broj finansijskih instrumenata i mobilise sve veći broj nosilaca štednje, a razvitkom tržišne infrastrukture omogućava povećanu likvidnost tržišnih učesnika. Na regionalnom nivou, integracija finansijskih tržišta omogućava diverzifikaciju portfolija i izravnavanje dohotka, otvaranje novih investicionih mogućnosti i efikasniju alokaciju kapitala.

Faktori koji utiču na rastuću integraciju finansijskih tržišta su kako

kako egzogeni, tako i endogeni. Prvo, to su finansijska liberalizacija i deregulacija, koje su rezultat dostignutog nivoa razvitka finansijskog tržišta jedne zemlje, i svesno opredeljenje nosilaca ekonomske politike na stimulaciji razvitak tržišta. Drugo, skoro dramatičnim tempom sniženi su troškovi komunikacija. Treće, finansijske inovacije ostvaruju značajan uticaj na obim, strukturu i usmerenost ulaganja. Najzad, procesi ekonomske integracije imaju kao prirodni nastavak finansijsku integraciju.

U dosadašnjim istraživanjima, prisutno je niz definicija finansijske integracije. Najopštija definicija posmatra finansijsku integraciju kao oblik liberalizacije kretanja kapitala, odnosno, kao „stepen u kome jedna privreda ne ograničava prekogranične transakcije“<sup>1</sup>; ili kao način za „smanjivanje barijera (ili troškova) prekogranične finansijske intermedijacije“<sup>2</sup>. Preciznija definicija finansijske integracije uočava posebnost integracione celine i odnosi se na pro-

---

<sup>1</sup> Hali J. Edson, et al.: International Financial Integration and Economic Growth, IMF, 2002, p. 3.

<sup>2</sup> Sebnem Kalemli-Oczan and Bent Sorensen: Financial Integration and Economic Welfare, 2006, p. 13

ces koji „omogućava da ranije regionalno odvojena tržišta funkcionišu kao jedinstveno integrisano tržište“<sup>3</sup>. Potpuni-ju definiciju daje dokument Evropske komisije, „Monitor finansijske integracije, 2005“, prema kome je finansijska integracija „proces, vođen tržišnim silama, u kome odvojena nacionalna finansijska tržišta postepeno ulaze u konkurenciju jedna sa drugima i na kraju postaju jedno finansijsko tržište, koje karakteriše konvergencija cena i ponuda proizvoda i konvergentna efikasnost/profitabilnost između pružalaca finansijskih usluga“. Najzad, u akademskoj literaturi se kao definicija finansijske integracije navodi ona koju daje studija Baelija (Baele) i drugih<sup>4</sup>:

„Tržište za dati skup instrumenata i/ili usluga je potpuno integrisano ako svi potencijalni tržišni učesnici sa istim relevantnim karakteristikama:

- (1) susreću se sa jedinstvenim setom pravila kada odlučuju da posluju sa tim finansijskim instrumentima i/ili uslugama;
- (2) imaju jednak pristup pomenutom setu finansijskih instrumenata i/ili usluga;
- (3) jednako su tretirani kada su aktivni na tržištu“.

Finansijska integracija stvara novo, jedinstveno tržište koje obuhvata nacionalna finansijska tržišta. Ono ne ukida

nacionalni karakter ovih tržišta, ali modifikuje njihovo delovanje, kroz formiranje vrednosnih pondera na nivou jedinstvenog tržišta, koji nastaju kao rezultat interakcije ponude i tražnje za finansijskim instrumentima u integracionoj celini i kroz širenje investicionog horizonta ulagača (odnos rizika i prinosa), odnosno alokativnih potencijala finansijskih institucija.

Stepen integrisanosti nacionalnih finansijskih tržišta može se meriti kroz delovanje zakona jedne cene finansijskih instrumenata, odnosno jedinstvenih stopa prinosa na ulaganja. Na nivou svetskog finansijskog tržišta, međutim, formiranje jedne cene nije ostvareno; „standardna modelska pretpostavka, da postoji ‘svetska kamatna stopa’ na međunarodno investiranje nije podržana ciframa, jer stope prinosa variraju u vremenu i prema klasama aktive“<sup>5</sup>.

Za merenje integracije mogu se koristiti i kvantitativni pokazatelji, koji izražavaju obim finansijske aktive i pasive koji ima inostrani predznak. Investiranje je u suštini razdvajanje štednje i potrošnje; na osnovu prethodnih investicija omogućava se povećanje tekuće potrošnje stanovništva, što može imati stabilizujući značaj u periodima fluktuacije ekonomske aktivnosti, ali i doprinosi podeli rizika ulaganja. Ukoliko veći obim bruto društvenog proizvoda

---

<sup>3</sup> London Economics: Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of the European Union Financial Markets, 2002, p. 5

<sup>4</sup> Lieven Baele et al.: Measuring Financial Integration in the Euro Area, ECB Occasional Paper Series, No. 14, April 2004, p. 6

<sup>5</sup> Phillip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferreti, G.M: International Financial Integration, Third Annual Research Conference, IMF, November 7 – 8, 2002, p. 31.

ima inostrani predznak, utoliko je finansijsko tržište jedne zemlje integrisanije u šire međunarodno tržište.

Koje determinante određuju obim uključenosti nacionalnog finansijskog tržišta u šire integracione celine? Istraživanja su pokazala nekoliko osnovnih uticaja, od kojih su osnovni: otvorenost u spoljnoj trgovini, obim bruto društvenog proizvoda po glavi stanovnika i tržišna kapitalizacija finansijske aktive, odnosno dubina nacionalnog finansijskog tržišta. Autori F. Lejn i G. M. Milezi – Fereti pokušali su da kvantifikuju uticaj ovih determinanti<sup>6</sup>:

- povećanje obima spoljne trgovine zemlje za 10% dovodi do mogućnosti povećanja njene finansijske integracije za 37 procentnih poena, kroz uticaja na podelu rizika i poboljšavanje tokova informacija,
- rast finansijskog tržišta od 10% ima za posledicu rast moguće finansijske integracije od 9.2 do 9.4 procentna poena, kroz podizanje potražnje za domaćom aktivom u inostranstvu,
- porast bruto društvenog proizvoda od 1.5% povećava mogućnost finansijske integracije za 2.5 procentnih poena, jer dovodi do smanjenja averzije prema riziku ulagača.

## 2. GRAVITACIONI MODEL REGIONALNE FINANSIJSKE INTEGRACIJE

Regionalna integracija finansijskih tržišta determinisana je nizom faktora, koji odražavaju stepen realne integracije zemalja, posebno u oblasti međusobne trgovine i kretanja faktora proizvodnje. Njih uobličava gravitacioni model finansijske integracije. Ovaj model polazi od izbora portfolija finansijskih instrumenata, koju vrše investitori, u cilju smanjivanja rizika i obezbeđivanja stabilnih prinosa, odnosno tzv. međunarodne portfolio selekcije. Optimalna diverzifikacija rizika postiže se držanjem portfolija koji obuhvata sve ili reprezentativni uzorak finansijskih instrumenata na svetskom tržištu<sup>7</sup>. Rizičnost portfolija jedne zemlje meri se visinom standardne devijacije prinosa na taj portfolio u odnosu na prinos svetskog portfolija: što je viša standardna devijacija, viši je rizik. Istraživanja su pokazala da se formiranjem međunarodnog portfolija može znatno smanjiti rizik ukupni rizik portfolija: sa držanjem svetski diverzifikovanog portfolija, standardna devijacija domaćeg portfolija smanjila bi se za jednu polovinu: sa 27% na 12%<sup>8</sup>. Odnos domaćeg portfolija i mogućeg inostranog portfolija u kome bi se optimalno diverzifikovao rizik ulaganja treba da bude takav da investitori iz jedne zemlje ulažu u inostranu finansijski aktivu saglasno udelu te zemlje u svetskom (ukupnom) tržišnom portfoliju.

---

<sup>6</sup> Ibid, pp. 12 – 16.

<sup>7</sup> Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff .: Foundations of International Macroeconomics, MIT Press, Boston, 1996, pp. 300-306.

<sup>8</sup> Zvi Bodí et al.: Osnovi investiranja, Šesto izdanje, Data Status, Beograd, 2009, str. 630.

I pored teorijski ustanovljenih koristi koje donosi konstituisanje svetskog portfolija, praksa finansijskih tržišta pokazuje da se investitori ne opredeljuju na ovaj oblik diverzifikacije svojih portfolija. Istraživanje Frenča i Poterbe pokazalo je da su u veoma malom obimu u portfoliju investitora predstavljene akcije inostranih emitenata; investitori drže portfolio sastavljen uglavnom od domaćih akcija. U slučaju SAD, Japana, Velike Britanije, Nemačke i Francuske, domaće akcije imaju udeo u ukupnim nacionalnim portfolijima od 95.7% do 79%<sup>9</sup>. Ovi autori ovu pojavu nazivaju: „nekompletna diverzifikacija“, ali je ona danas poznata i kao: „domaća sklonost“ investitora (engl. Home Bias).

Zagonetka „domaće sklonosti“ je: „kontradikcija između očiglednih koristi držanja globalno disperzovanog seta akcija i jasnog oklevanja da se tako postupi“<sup>10</sup>. Pošto investitori prvenstvo daju ulaganju u finansijske instrumente domaćih emitenata, to znači da očekuju više prinose na domaćem finansijskom tržištu. Zašto je to tako? Frenč i Poterba ističu dva osnovna faktora koji bi mogli da determinišu takvu odluku domaćeg investitora: institucionalne prepreke ulaganju i ponašanje investitora. Institucionalni faktori mogli bi se odnositi na različite uslove ulaganja u drugim zemljama, koji bi za rezultat imali niži prinos:

poreze, transakcione troškove, direktna ograničenja. Dejstvo ovih faktora u savremenim uslovima nije dovoljno da reši zagonetku „domaće sklonosti“, jer su države uglavnom ukinule prepreke kretanju kapitala a, s druge strane, tržišta su likvidna i transakcioni troškovi su niski.

Kada je reč o ponašanju investitora, Frenč i Poterba vide u njemu osnovni uzrok „domaće sklonosti“. Prvo, investitori sa više optimizma procenjuju očekivane prinose na domaćem, nego na inostranom tržištu. Drugo, investitori imaju percepciju povećanog rizika kada je reč o ulaganju na inostranom tržištu; oni ne ulažu samo polazeći od očekivanog prinosa, nego i na bazi informacija koje imaju o inostranom tržištu, institucijama i firmama, koje su često nedostupne, nedovoljne, neadekvatne ili skupe. Zato je zaključak ovih autora da „domaća sklonost“ proističe iz ponašanja investitora, a ne iz institucionalnih prepreka investiranju<sup>11</sup>. Dodatna analiza ponašanja investitora u SAD i Japanu pokazala je da oni prvenstvo daju ulaganju u firme koje imaju bolje osnove za primenu fundamentalne analize, posebno dostupnost informacija (velike firme, prerađivačka industrija, firme sa dobrim računovodstvom i sl.); na osnovu takvih analiza postavljena je osnova za posmatranje asimetričnosti informacija kao osnove za „domaću sklonost“<sup>12</sup>.

---

<sup>9</sup> Kenneth R. French and James M. Poterba: Investor Diversification and International Equity Markets, NBER Working Paper 3609, January 1991, p. 1.

<sup>10</sup> Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff : Op. cit., p. 304.

<sup>11</sup> Kenneth French and James Poterba: Op. cit., p. 1.

<sup>12</sup> Jun-Koo Kang and Stulz, Rene M.: Why is there a Home Bias? An Analysis of Foreign Portfolio Equity Ownership in Japan, NBER Working Paper, 1995, p. 38.

„Domaća sklonost“, međutim, ima i dublju ekonomsku suštinu, vezanu za odnos domaće akumulacije i štednje, a koju objašnjava tzv. Feldštajn–Horioka hipoteza (Feldstein and Horioka). Ukoliko postoji mobilnost kapitala na svetskom nivou, ne bi trebalo da postoji veza između obima domaće štednje i obima domaćih investicija. Ali, ako institucionalna ograničenja i preference investitora spreče međunarodno kretanje kapitala, onda će se svaki prirast domaće štednje odraziti u dodatnom domaćem investiranju<sup>13</sup>.

Odstupanje u izboru portfolija od teorijski idealnog svetskog portfolija dovelo je do formulisanja još dve „zagonetke“: distance i korelacije.

Prva se sastoji u činjenici da portfolio izbor investitora daje prednost investiranju u geografski bliske zemlje, iako portfolio teorija implicira da je sa stanovišta diverzifikacije rizika korisnije investirati u udaljene zemlje, jer je finansijska aktiva „bestelesna“ i ne postoje transportni troškovi investiranja: ono se danas obavlja elektronskim putem. Za investitore bi normalno ponašanje bilo investiranje u udaljene zemlje, pošto bi prinos na ulaganje bio manje korelisan sa domaćim prinosom i stoga su potencijali diverzifikacije veći. Međutim, empirija ulaganja pokazuje da je distanca negativno korelisana sa trgovinom finansijskom aktivom: za svako povećanje distance između tržišta dve ze-

mlje za 10%, trgovina finansijskom aktivom se smanjuje do 7%.<sup>14</sup>

Druga zagonetka izražava empirijsku činjenicu da investitori ulažu više u zemlje u kojima su prinosi tesno korelisani s prinosima u domaćoj zemlji iako portfolio teorija smatra da je veća dobit od diverzifikacije može ostvariti ulaganjem u zemlje sa manje koreliranim prinosima.

Gravitacioni model u investiranju ima osnovu u pretpostavci da stepen međusobne povezanosti zemalja u trgovini finansijskom aktivom zavisi od obima njihovih finansijskih tržišta i geografske distance (udaljenost centara trgovine). Iz toga proizilazi da u ovom modelu distanca objašnjava ponašanje investitora koje se ispoljava u ulaganju na domaćem tržištu ili tržištu zemalja koje su geografski bliske. Jasno je da dublje tržište pruža veće mogućnosti investiranja i to se odnosi kako na domaće, tako i inostrano tržište. Kada je reč o distanci, ona u međunarodnom investiranju u finansijsku aktivu predstavlja sinonim za asimetričnost informacija; „investitori iz različitih zemalja imaju različite setove informacija, što jako utiče na njihove međunarodne transakcije“<sup>15</sup>. Troškovi informacija, efikasnost transmisionih tehnologija i stepen asimetrije informacija „imaju snažnu geografsku komponentu“, koja utiče na investiciono ponašanje i zbog toga će investitor koji ima averziju prema riziku ulagati na domaće i regio-

---

<sup>13</sup> Martin Feldstein and Charles Horioka: Domestic Saving and International Capital Flows, 1979, p. 18.

<sup>14</sup> Antonin Aviat and Nicolas Coeurdacier.: The Geography of Trade in Goods and Asset Holdings, DR 06012, ESSEC Business School, Paris, October 2006, p. 13.

<sup>15</sup> Richard Portes and Helene Rey: The Determinants of Cross Border Equity Flow, Center for Economic Performance, LSE, London, February 2000, p. 14.

nalno tržište a ne na udaljenija tržišta o kojima nema potpunih informacija; „asimetričnost informacija raste sa rastom distance“<sup>16</sup>.

U gravitacionom modelu koji su predložili Ričard Ports i Helena Rej, „motiv diverzifikacije je skoro kompletno pod dominacijom informacija“<sup>17</sup>.

Takvo ponašanje mase investitora ima kao prirodnu posledicu formiranje regionalnog tržišta finansijske aktive, koje rešava i zagonetke nekompletne diverzifikacije.

U regionalnom okruženju, informacije postaju transparentnije i dobijaju kvalitet domaćih informacija; posebno kada se ima u vidu činjenica da se i regionalna trgovina robom i uslugama ponaša po gravitacionom modelu i ako geografski bliske zemlje uvedu režim slobodnog kretanja kapitala, kao što je to u slučaju Evropske unije. Finansijska integracija na regionalnom nivou pruža i rešenje korelacione zagonetke.

Informacione asimetrije otklanjaju se regionalnim kretanjem informacija ali i regionalnim kretanjem kapitala i regionalnom diverzifikacijom portfolija. Investitori regionalno tržište doživljavaju kao domaće i stoga su spremni da ostvaruju niži, ali stabilan prinos. Međutim, ovo tesno povezivanje nacionalnih tržišta, odnosno stvara-

nje jedinstvenog tržišta može dovesti do jakog prelivanja krize na regionalnom tržištu<sup>18</sup>.

### 3. FINANSIJSKA INTEGRACIJA I EKONOMSKI RAST

Integracija finansijskih tržišta realizuje se u cilju stimulanja ekonomskog rasta. O pitanjima u kojoj meri i kojim mehanizmima se to ostvaruje, teorija nije postigla konsenzus. Ako se pođe od premisa neoklasične (egzogene) teorije rasta, onda kretanje kapitala između zemalja doprinosi rastu ukoliko sadrži rezidualni tehnološki faktor. U endogenoj teoriji rasta, povezivanje finansijskih tržišta donosi efekte rasta ukoliko doprinosi kreiranju ili uvećanju humanog kapitala, odnosno znanja. Ove teorijske postavke, međutim, ne sadrže odgovore na navedena pitanja. Empirijska istraživanja nisu pronašla direktnu uzročno-posledičnu vezu finansijske integracije i ekonomskog rasta<sup>19</sup>.

Potpuniji model pokušala je da formuliše teorija finansijskog razvoja, koja utiče na ekonomsku integraciju na rast meri kao posredan uticaj, preko stepena razvitka finansijskih institucija. Ona je varijanta teorije asimetričnih informacija i delegiranog monitoringa, koja objašnjava prirodu i značaj finansijskih institucija na finansijskom tržištu<sup>20</sup>.

---

<sup>16</sup> Ibid., p. 4.

<sup>17</sup> Ibid., p. 1.

<sup>18</sup> Thomas Flavin et al.: Explaining Stock Market Correlation: A Gravity Model Approach, National University of Ireland, Maynooth, 2001, p. 10.

<sup>19</sup> Videti: Edison, H. J.: International Financial Integration and Economic Growth, IMF Working Paper WP/02/145, Washington, April 2002, str. 18, 20, 26.

<sup>20</sup> Videti: Vasiljević, B.: Osnovi finansijskog tržišta, Zavet, Beograd, 2009, str. 81.

Teorija finansijskog razvoja polazi od obeležja koje predstavlja jedan od osnova postojanja finansijskih institucija na tržištu: funkcije monitoringa privrednih subjekata. U toj funkciji, one vrše informativnu ulogu i ulogu smanjivanja transakcionih troškova preko istraživanja mogućih plasmana, vršenja korporativne kontrole, upravljanja rizicima i mobilizacijom štednje. „Pružajući ove usluge privredi, finansijski posrednici utiču na odluke o štednji i alokaciji, na način koji može menjati rast na duži rok<sup>21</sup>. Važno je napomenuti da zemlje sa finansijskim posrednicima koji imaju bolje performanse imaju viši rast: „Na taj način, moderna ekonomska teorija obezbeđuje intelektualni okvir za razumevanje kako, ceteris paribus, zemlje sa 'boljim' finansijskim posrednicima – finansijskim posrednicima koji su bolji u sticanju informacija, vršenju korporativne kontrole, upravljanja rizicima i mobilizacijom štednje – mogu rasti brže nego zemlje sa manje razvijenim finansijskim sistemima“<sup>22</sup>.

Osnovna teškoća ovog modela je izbor indikatora preko kojih se može meriti kvalitet finansijskog posredovanja. Ros Levin posmatra koeficijente likvidnih obaveza (indikator obima finansijskog posredništva), aktivu komercijalnih i centralne banke (indika-

tor alokacije štednje) i koeficijent kredita privatnom sektoru (objašnjava stepen poboljšanja informacija i transakcionih troškova – ukoliko je viši ovaj koeficijent, niži je obim transakcionih troškova). Na osnovu izvedene analize veze ovih indikatora i stopa ekonomskog rasta, Levin i dr. zaključuju da postoji „veoma jaka veza između egzogene komponente razvitka finansijskog posredovanja i dugoročnog ekonomskog rasta“<sup>23</sup>.

Finansijska integracija stimuliše razvoj finansijskog posredovanja i preko podizanja alokativne sposobnosti finansijskih institucija i tržišta u manje razvijenim integracionim zemljama, kroz jačanje konkurencije sa finansijskim posrednicima iz razvijenijih zemalja članica i kroz poboljšanje nacionalne regulative tržišta. Daneti i dr. (Giannetti et al) istražili su efekte finansijske integracije na ekonomski rast posredstvom razvitka finansijskog posredovanja polazeći od dva pristupa: prvo, koliko bi se povećao ekonomski rast u Evropskoj uniji, ako bi ona dostigla nivo finansijskog razvitka u SAD i , drugo, koliko bi iznosio ekonomski rast, ako bi se nivo finansijske razvijenosti manje razvijenih država članica Unije podigao do nivoa najrazvijenijih članica. U prvom slučaju, rast novododate

---

<sup>21</sup> Levine, R. et al.: Financial intermediation and Growth: Causality and Causes, Public Research Working Paper 2059, The World Bank, February 1999, str. 7.

<sup>22</sup> Levine, R. et al.: Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, Public Research Working Paper 2059, The World Bank, February 1999, str. 7.

<sup>23</sup> Levine, R. et al.: Financial intermediation and Growth: Causality and Causes, Public Research Working Paper 2059, The World Bank, February 1999, str. 13.



vrednosti u Uniji kao celini bio bi 0,94% godišnje, a rast proizvoda 0,92%. U drugom slučaju, rast novododate vrednosti iznosio bi 0,75%, a rast proizvoda 0,74% godišnje<sup>24</sup>.

I druge studije, koje su kvantifikovale efekte finansijske integracije na rast u Evropskoj uniji, dale su slične rezultate, posmatrajući pojedine segmente razvoja procesa integracije. Ranije studije o efektima liberalizacije kretanja kapitala između država članica Unije (1988) kvantifikovale su te efekte kroz stopu ekonomskog rasta od 1,5% u periodu od šest godina<sup>25</sup>. U studiji London Economics, iz 2002. godine, kao rezultat razvoja finansijskog tržišta Unije, kroz kombinovano smanjenje troškova akcijskog kapitala, obveznica i bankarskog finansiranja, kao i rast udela obveznica u ukupnom finansiranju kroz instrumente duga, stopa rasta bruto društvenog proizvoda u Uniji trebalo bi da poraste na duži rok za 1,1%. Rast društvenog bruto proizvoda po glavi stanovnika bio bi u cenama od

2002. godine veći za 350 evra, rast stopa poslovnih investicija iznosio bi 6% a privatnih investicija 0,8%, dok bi rast zaposlenosti iznosio 0,5%<sup>26</sup>. Nešto manju stopu rasta bruto društvenog proizvoda Unije kao proizvod finansijske integracije, daje i Gajlenhamerov izveštaj (2002), od 0,5% godišnje<sup>27</sup>.

Ekonomski rast može biti efekat podele rizika u uslovima finansijske integracije. Međunarodna diverzifikacija omogućava investitorima da deo sredstava ulažu u rizičnije poduhvate, koji donose viši prinos ali i veći rizik, pošto već imaju stabilan prinos po osnovu diverzifikovanog ulaganja. Ulaganje u rizičnije poduhvate može dovesti do većeg ekonomskog rasta<sup>28</sup>.

Finansijska integracija, odnosno jedinstveno finansijsko tržište, obezbeđuje mehanizam podele rizika, koji služi kao izvor tržišnog mehanizma izjednačavanja dohotka u slučaju asimetričnih ekonomskih poremećaja. U uslovima diverzifikovanog regionalnog portfolija finansijske aktive, prihod od investiranog

---

<sup>24</sup> Giannetti, M. et al.: Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth, European Economy, No 179, November 2002, str. 42 – 45.

<sup>25</sup> Commission of the European Communities: Cost of Non-Europe: Studies on the Economics of Integration, 1988.

<sup>26</sup> Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets, Final Report to The European Commission - Directorate-General for the Internal Market, By London Economics in Association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting, London, November 2002, str. 123.

<sup>27</sup> Heinemann, F., Jopp, M.: The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services, Report to European Finance Round Table, ZEW, Mannheim, 2002.

<sup>28</sup> Obstfeld, M.: Are Industrial-Country Consumption Risks Globally Diversified? in: L. Leiderman and A. Razin (eds.): Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth. New York: Cambridge University Press, Cambridge. Navedeno po: Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B., Yosha, O.: Asymmetric Shocks and Risk Sharing in a Monetary Union: Updated Evidence and Policy Implications for Europe, CEPR Discussion paper No 4463, str. 10

kapitala u drugim zemljama, koje nisu pogođene ekonomskim šokom, služi kao dodatni izvor dohotka investitorima u zemlji koja je pogođena ekonomskim šokom. „Rizik negativnog šoka u jednoj zemlji dele sve druge zemlje. Kao rezultat toga, uticaj negativnog šoka u proizvodnji u jednoj zemlji na dohodak stanovništva te zemlje je ublažen“<sup>29</sup>.

Istraživanja su pokazala da u SAD, u periodu od 1966–1990. godine, 39% smanjenja per kapita dohotka usled ekonomskog šoka u jednoj saveznoj državi (tzv. pojedinačni, ili idiosinkratski šok) „ispeglano“ je kroz posedovanje finansijske aktive iz drugih saveznih država, odnosno „kroz tok dohotka iz kapitala preko granica saveznih država“<sup>30</sup>. Deo izjednačavanja dohotka ostvaren je kroz kreditni i fiskalni kanal. „Kreditni kanal izravnao je 23%, a federalna država, kroz fiskalni kanal, 13%. Oko 25% šokova nije izravnano. Dakle, finansijsko tržište i finansijske institucije doprineli su sa 62% u apsorpciji idiosinkratskih šokova saveznih država. Vidimo, prema tome, iz iskustva SAD da je finansijski kanal

mного važniji nego fiskalni kanal. To je dodatni razlog za ubrzavanje finansijske integracije u Evropi“<sup>31</sup>.

Finansijsko tržište Evropske zajednice u navedenom periodu, do 1990-ih godina, nije pokazivali sličan obrazac podele rizika, što potvrđuje tezu o njegovoj nedovoljnoj integriranosti. Od početka 1990-ih godina dolazi do ispoljavanja ovog mehanizma i u Evropskoj uniji, tako da je u drugoj polovini 1990-ih oko 10% idiosinkratskih šokova po per kapita dohodak izjednačeno delovanjem finansijskog tržišta, odnosno mehanizma podele rizika na bazi diverzifikovanog portfolija finansijske aktive<sup>32</sup>.

#### 4. RIZICI FINANSIJSKE INTEGRACIJE

Finansijska integracija nije imuna na rizike. Svaka liberalizacija kretanja kapitala izlaže države mogućim negativnim uticajima eksternog tržišta<sup>33</sup>. Kada je reč o finansijskoj integraciji, rizici nisu samo egzogeni, nego mogu proisteći i iz unutrašnjih faktora razvitka integracije – to je posebno slučaj sa monopol-

---

<sup>29</sup> De Grauwe, P.: *Economics of Monetary Union*, Fifth Edition, Oxford University Press, 2003, str. 12.

<sup>30</sup> Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B., Yosha, O.: *Asymmetric Shocks and Risk Sharing in a Monetary Union: Updated Evidence and Policy Implications for Europe*, CEPR Discussion paper No 4463, str. 2.

<sup>31</sup> The process of European economic and financial integration, Keynote speech by Jean-Claude Trichet, president of European Central bank, Journalist Symposium „Konvent für Deutschland, Berlin, 5 December 2007, str. 2.

<sup>32</sup> Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B., Yosha, O.: *Asymmetric Shocks and Risk Sharing in a Monetary Union: Updated Evidence and Policy Implications for Europe*, CEPR Discussion paper No 4463, str. 2.

<sup>33</sup> Stavarek, Daniel; Repkova, Iveta and Gajdosova, Katarina: *Theory of financial integration and achievements in the European Union*. MPRA Paper No. 4393, October 2011. <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/34393/>, str. 9 -12.

skim i oligopolskim tendencijama proizašlom iz položaja i aktivnosti finansijskih institucija.

Finansijska integracija pretpostavlja višestruku povezanost tržišnih aktera zemalja članica. Ova povezanost može imati za rezultat olakšano prenošenje finansijske nestabilnosti sa jednog nacionalnog finansijskog tržišta na druga, kako kroz finansijske tokove – teškoće likvidnosti jedne banke mogu prouzrokovati nelikvidnost drugih banaka, kojima ona duguje – tako i kroz psihološke faktore vezane za strah investitora od budućih kretanja na tržištu ili nepoverenje u kreditni sistem, odnosno u normalno funkcionisanje finansijskog tržišta. Razvijena tržišta, pa ni njihove finansijske integracije, nisu imune na aktiviranje sistemskog rizika, koji proističe iz takve povezanosti. Na primer, ako širenje tržišta, koje finansijska integracija donosi, omogućava bankama da se u kreditiranju oslone ne na sopstvene depozite, nego na izvore likvidnosti na širem međubankarskom tržištu, one mogu postati zavisne od eksterne likvidnosti, što povećava sistemski rizik<sup>34</sup>.

Sistemski rizik može se ispoljiti u obliku fluktuacija ekonomske aktivnosti u integrisanim zemljama i u obliku kriznih manifestacija. Ima stavova da su razvijena finansijska tržišta rezistentnija na oba ova ispoljavanja sistemskog rizika, ali je teorija još uvek po ovom pitanju neodlučna.

Odnos između finansijske integracije i makroekonomske volatilnosti - predstavljene kolebanjima u potrošnji - nije jednoznačan i zavisi u najvećoj mери od kvaliteta institucija jedne zemlje. „ Pozitivan odnos između finansijske integracije i varijabilnosti potrošnje odnosi se na zemlje lošeg institucionalnog kvaliteta i niske razvijenosti finansijskog sektora; za zemlje preko izvesnog praga, ovaj odnos je neutralan i čak može da bude negativan (više integracije implicira manje volatilnosti)<sup>35</sup>.

Krizni potencijal finansijske integracije takođe je teorijski sporan. Do finansijske krize 2008–2010. smatralo se da su zemlje sa integrisanim tržištem manje sklone krizi<sup>36</sup>, ali da sklonost ka krizama zavisi i od razvitka finansijskog tržišta, kvaliteta institucija, solidnosti makroekonomske politike i otvorenosti prema međunarodnoj trgovini.

---

<sup>34</sup> Fecht, F., Hans Peter Grüner and Philipp Hartmann: Financial Integration, Specialization and Systemic Risk, ECB Working Papers Series, No. 1245, February 2012, str. 36.

<sup>35</sup> International Monetary Fund: Reaping the Benefits of Financial Globalization, Prepared by the Research department, June 2007, str. 25.

<sup>36</sup> Lane, P.R. and Milesi-Ferretti, G.M.: The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004, IMF Working Papers No. 06/69, 2006. Kose, Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei: Financial Globalization: A Reappraisal, IMF Working Paper 06/189, 2006. International Monetary Fund: Reaping the Benefits of Financial Globalization, Prepared by the Research department, June 2007. Kose, Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei: Financial Globalization: A Reappraisal, IMF Staff Papers 56 (1), 2009, str. 8-62.

Ova kriza pokazala je, međutim, da transmisije krize postoje unutar finansijske integracije, i u realnom i u psihološkom aspektu. „Kao što je skorašnji vrtlog jasno pokazao, neki novi finansijski instrumenti mogu povećati asimetrične informacije, iskriviti podsticaje i pružiti mogućnosti za ekstremno preuzimanje rizika...Finansijski razvitak može poboljšati stabilnost u najvećem broju slučajeva, ali može učiniti retke i ekstremne događaje mnogo oštrijim“<sup>37</sup>.

### **5. FINANSIJSKA INTEGRACIJA EVROPSKE UNIJE – JEDINSTVENO FINANSIJSKO TRŽIŠTE**

Evropska unija je regionalna integracija, koja ima političku i ekonomsku sadržinu. Ona je deo „processa sve tešnje unije između naroda Evrope“<sup>38</sup>. Politička sadržina Unije ogleda se u zajedničkoj odbrambenoj i bezbednosnoj politici, kao i koordinaciji u oblasti pravošuda i unutrašnjih poslova. Ekonomska sadržina Unije zasnovana je na jedinstvenom tržištu, koje obuhvata oblast bez unutrašnjih granica „u kojoj je osigurano slobodno kretanje robe, ljudi, usluga i kapitala“<sup>39</sup>, kao i na svešnjim politikama regulisanja posebnih oblasti ekonomskog života, saglasno nadležnostima Unije i države članica.

Evropska unija danas je ekonomska i monetarna unija. Ona u ekonomskoj odrednici sadrži obeležja zone slobodne trgovine, carinske unije, zajedničkog tržišta i ekonomske unije. Svaki od ovih oblika donosi rastuću integraciju u kojoj „međuzavisnost između država članica raste, a stoga se i nužnost kooperacije intenzivira“<sup>40</sup>. U monetarnoj odrednici, ona je zasnovana na jedinstvenoj valuti, evru. Iako sve države članice Unije nisu prihvatile evro, pretpostavka je da je da se monetarna unija odnosi na sve članice Unije, s tim što su neke od njih u procesu prihvatanja jedinstvene valute a druge su na režimu derogacije, bilo zato što ne ispunjavaju uslove za uvođenje evra, bilo zato što su sporazumno sa Unijom odlučile da ne budu članice zone jedinstvene valute (Evrozona).

Analiza tržišnih procesa i regulatornih aktivnosti pokazuje da je kreirano jedinstveno finansijsko tržište Evropske unije, ali da su procesi integracije neravnomerni u pojedinim njegovim segmentima. Dejstvo finansijske krize usporilo je procese integracije, ali ih nije zaustavilo.

Tržište novca je potpuno integrisano i deluje zakon jedne cene, kao vrednosni kriterijum integracije. Tome poseb-

---

<sup>37</sup> Kalemli-Ozcan, S. et al.: Financial Integration and Risk Sharing: The Role of the Monetary Union, in 5th European Central Banking Conference on The Euro at Ten: Lessons and Challenges, Frankfurt: ECB, 2008, str. 4.

<sup>38</sup> Consolidated Version of the Treaty on European Union, Official Journal of the European Union, 09. 05. 2008, član 1.

<sup>39</sup> Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union, Official Journal of the European Union, 09. 05. 2008, član 26.

<sup>40</sup> Hitiris, Theo: European Union Economics, Fifth Edition, Prentice Hall, London, 2003, str. 2.

no doprinosi realizacija monetarne politike Evropske centralne banke (repo operacije, stalni mehanizmi likvidnosti), ali i politika arbitraže na tržištu novca u odnosu evra i valuta država članica Unije koje nisu članice Evrozone. Kriza je dovela do fragmentacije tržišta, s obzirom na delovanje rizika kontrapartnera ali je, bar kada je reč o Evrozoni, ona savladana obezbeđivanjem dodatne likvidnosti kreditnim institucijama od strane Evropske centralne banke. Tržište kratkoročnih hartija od vrednosti nije integrisano, posebno u oblasti komercijalnih papira, s obzirom na veliku heterogenost i različit rejting emitenata.

Bankarsko tržište je integrisano u segmentu međubankarskog kreditiranja (bankarstvo „na veliko“). Reč je o tržištu koje je pod dominantnim uticajem tržišnih sila (neosiguranom tržištu), u kome deluju zakoni ponude i tražnje novca (depozita) i mehanizam arbitraže, što omogućava formiranje jedinstvenih vrednosnih parametara. Kriza je uticala na fragmentaciju ovog tržišta, upravo zbog neosiguranog karaktera, kao i nacionalnih intervencija u bankarske sisteme država članica, ali je tržište u kratkom roku stabilizovano.

Finansijska integracija je najmanje realizovana u segmentu bankarskih usluga stanovništvu (bankarstvo „na malo“). Reč je o delovanju kako tzv. prirodnih faktora, odnosno blizine pružalaca i korisnika usluga, razlika u preferencama korisnika, finansijskoj kulturi, jeziku ali i o uticaju nacionalnih ekonomskih politika, odnosno različitih nacionalnih si-

stema zaštite potrošača i kontrole poslovanja finansijskih institucija.

Tržište osiguranja je takođe neravnomerno integrisano, prema oblastima osiguranja. Osiguranje života je manje integrisano od osiguranja imovine, s obzirom na delovanje nacionalnih regulativa, kao i razlika u preferencama stanovništva. Dobrovoljni sistemi fondovi su još pod velikim uticajem nacionalnog regulisanja, tako da u ovoj oblasti jedinstveno tržište ne pokazuje veliki stepen integracije.

Analiza procesa na tržištu kapitala pokazala je da je do krize najviše bio integrisan segment suverenog duga. Prinosi na dugoročne državne hartije od vrednosti zabeležili su tendenciju ujednačavanja, što je indikator delovanja zakona jedne cene, posebno posle uvođenja evra kao jedinstvene valute. Tržište je, međutim, potcenilo rizike, kako kreditni, tako i rizik likvidnosti i za vreme krize došlo je do prilagođavanja prinosa rizicima, koje se ispoljilo kao naglo diferenciranje prinosa, tako da je tržište fragmentisano. Postkrizni razvoj, posebno delovanje Evropske centralne banke preko mehanizama otkupa državnih obveznica i konsolidacije suverenog duga pojedinih država članica, doveo je do ponovnog približavanja prinosa na državne obveznice.

Integracija tržišta akcija je pod uticajem heterogenosti kreditnog kvaliteta emitenata, ali analiza kretanja berzanskih indeksa, koje odražava tendencije razvoja evropskog tržišta akcija, pokazuje njihovu konvergenciju koja je indikator rastuće integracije tržišta.

## FINANSIJE

**Tabela 1.** Integracija segmenata finansijskog tržišta Evropske unije

Tržišni segment	Stepen integracije
Tržište novca	Visok stepen integracije
Tržište obveznica:	
A. Državne obveznice	Značajan stepen integracije
B. Korporativne obveznice	Značajan stepen integracije
Tržište akcija	Rastuća integracija
Bankarsko tržište:	
A. Međubankarsko tržište	Rastuća integracija
B. Aktivnosti na tržištu	Rastuća integracija
V. Poslovi sa stanovništvom	Fragmentarna integracija

Struktura portfolija investicionih i penzijskih fondova koji imaju evropsku investicionu strategiju, kao i struktura portfolija osiguravajućih kompanija, pokazuje transformaciju „domaće sklonosti“ kao obrasca investiranja u pravcu „regionalne sklonosti“, odnosno da se u ponašanju investitora uzima u obzir investicioni horizont jedinstvenog finansijskog tržišta Unije.

O intenzitetu integracije informiše nas tabela 1.<sup>41</sup>

Regulatorne aktivnosti na nivou Unije bile su usmerene u nekoliko pravaca. S jedne strane, na otklanjanje nedostataka koji su doveli do tzv. regulatorne arbitraže, odnosno do registrovanja finansijskih subjekata u nacionalnim jurisdikcijama koje pružaju povoljnije uslove za emitente i investitore sa stanovišta nadzora i

kontrole, kao i poreskih i drugih pogodnosti. Ovakvo ponašanje finansijskih subjekata ugrožavalo je osnove jedinstvenog tržišta, odnosno narušavalo njegov integritet. S druge strane, regulativa je morala da odgovori na povećani uticaj inovacija na finansijskom tržištu, kako bi omogućila njegov razvoj i podizanje konkurentnosti u odnosu na druga finansijska tržišta, posebno tržište SAD. Najzad, kriza je pokazala da nedovoljno regulisano tržište, bez obzira da li je to rezultat svesne orijentacije (neoliberalni model) ili spontanog razvitka tržišta, negativno utiče na tok finansijske integracije.

Regulatorne aktivnosti dovele su do stvaranja okvira jedinstvenog finansijskog tržišta u okviru postojećeg modela funkcionisanja Evropske unije. Ovi okviru su danas mešovina međuvladinog regulisanja i federalnog karaktera: za sada, federalni elementi ispoljavaju se samo kroz položaje Evropske centralne banke u monetarnoj politici (sa spornim elementima aktivnosti i opera-

<sup>41</sup> The High-level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosiere, Report, Brussels, 25. February 2009, str. 72.

## FINANSIJE

cijama na tržištu hartija od vrednosti) i nadzoru bankarskog sistema Unije (bankarska unija), kao i u položaju Evropske uprave za finansijska tržišta, u oblasti kontrole rejting agencija.

### 6. KRIZA JEDINSTVENOG TRŽIŠTA EVROPSKE UNIJE

Sloboda poslovanja finansijskih institucija i mogućnost investiranja u finansijske instrumente na celoj teritoriji Unije, u uslovima nedovoljne regulisanosti celine finansijskog tržišta Unije, dovelo je do formiranja sistemskog rizika, koji se manifestovao u špekulativnom balonu na svim segmentima tržišta. On je bio posledica prekomernog preuzimanja rizika, posebno investiranja u američke nestandardne hipotekarne obveznice, koje nije bilo u skladu sa normalnim očekivanjema o budućim prinosima finansijskih instrumenata.

Takvom ponašanju investitora je išla naruku i praksa rejting agencija, koje na finansijskom tržištu igraju ulogu procene kreditnog rizika, da nestandardne finansijske instrumente (koji se inače označavaju kao spekulativni) kvalifikuju kao pogodne za ulaganje. Sistemski rizik aktiviran je u obliku krize na hipotekarnom tržištu SAD i doveo je do širenja krize na evropske finansijske institucije, koje su, s jedne strane, zabeležile gubitke zbog ulaganja u hipotekarne finansijske instrumente nestandardnog kvaliteta a, s druge strane, zbog veoma izraženog nepoverenja u sposobnost partnera da odgovore obavezama, nastala je izrazita kriza likvidnosti. Na finansijskom tržištu došlo je do pada cena, koju je produbila dalja masovna prodaja finansijskih instrumenata i špekulativne operacije na tržištu, naročito investicionih fondova rizičnog ulaganja (tzv. hedž fondovi).

Tabela 2. Indikatori krize u Evropskoj uniji, 2007 – 2010. godine

Godine	Rast realnog BDP (%)	Kumulativna razlika tekućeg i mogućeg proizvoda (gép)(mrd. evra)bv	Državni dug (% BDP)	Deficit platnog bilansa (% BDP)	Nezaposlenost (% prosek kraj godine)
2007	2,9	0	58,8	-0,8	6,9
2008	0,7	-134	61,6	-2,3	7,6
2009	-4,2	-802	73,6	-6,8	9,4
2010a	1,0	-921	79,6	-7,2	9,6g

Kriza finansijskog tržišta uticala je na izbijanje krize u realnom sektoru privrede, koja se ispoljila u padu proizvodnje, nezaposlenosti, i padu društvenog proizvoda. Nekoliko pokazatelja ilustruje dinamiku krize u Evropskoj uniji<sup>42</sup>.

Napomene:

a) Razlika tekućeg i potencijalnog proizvoda izračunata je uz pretpostavku godišnja stope rasta potencijalnog realnog BDP od 2% u periodu 2008 - 2010. godine ,

b) vrednosti su izražene kao konstantne, po cenama iz 2000. godine,

v) procena Evropske komisije

g) prosečna stopa nezaposlenosti u februaru 2010. godine.

Tempo finansijske integracije nije se smanjio u periodu krize; međutim, došlo je do sužavanja obima integracije u nekim oblastima (oblasti tržišta novca i državnih obveznica), a posebno u bankarskoj oblasti, koja je najviše bila pogođena krizom poverenja<sup>43</sup>.

Proces rešavanja krize 2007 – 2010. godine imao je kao osnov snažnu budžetsku državnu intervenciju u oblasti finansijskog posredovanja u cilju stabilizacije finansijskog tržišta, a na taj način i realnog sektora privrede. Motiv intervencije bio je očuvanje poverenja ekonomskih čini-

laca i stanovništva u finansijsko tržište, kako bi se očuvala njegova uloga racionalne alokacije ulaganja i stabilizovala realna proizvodnja. Ove intervencije, uglavnom na nacionalnom nivou, dovele su do velikog fiskalnog deficita, koji je ponovo aktivirao sistemski rizik, ovoga puta preko krize suverenog duga nekoliko država članica i njenih reperkusija na evro kao jedinstvenu valutu. Kriza suverenog duga Evrozone i evra, od 2010. godine, rešavana je kroz usvajanje novih regulatornih mehanizama, koji su se odnosili na tržište Evrozone, ali sa reperkusijama i na finansijsku integraciju Unije. Evropske centralna banka je mehanizmom intervencije na tržištu suverenog duga (Program tržišta hartija od vrednosti) stabilizovala cene obveznica prezaduženih zemalja, a kolektivna akcija država članica Evrozone na sanaciji javnih finansija i bankarskog sektora pojedinih zemalja, odnosno primena „instrumenata rešavanja krize“ (eng. Crisis Resolution Instruments) otklonila je mogućnost njihovog bankrota i dalje širenje mehanizma „zaraze“ na finansijskom tržištu.

Obe krize finansijskog tržišta Evropske unije bile su rezultat manifestacije sistemskog rizika. Za razliku od specifičnih rizika (kreditni, devizni, kamatni,

---

<sup>42</sup> European Commission: Commission Staff Working Paper: Impact Assessment Accompanying Document to the proposal for a Regulation of the European on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, Brussels, SEC(2010) 1058/2, str. 119.

<sup>43</sup> Ukupni obim evropskog tržišta kapitala rastao je po stopi od 9% u periodima 2000–2004. i 2005 – 2009. godine po stopi od 9% godišnje, a u SAD po stopi od 6% godišnje. European Central Bank, Financial Integration in Europe, Frankfurt, May 2011, str. 7, 15 – 30.



i dr.), koji se širenjem tržišta mogu ublažiti, bilo procesom diverzifikacije, bilo osiguranjem (finansijski derivati, sekuritizacija), sistemski rizik se sa finansijskom integracijom povećava<sup>44</sup>.

### **7. PRETPOSTAVKE INTEGRACIJE FINANSIJSKOG TRŽIŠTA SRBIJE U JEDINSTVENO FINANSIJSKO TRŽIŠTE EVROPSKE UNIJE**

S obzirom na geografski položaj i ekonomsku povezanost koju Srbija ima sa državama članicama Evropske unije<sup>45</sup>, na bazi teorijskog modela integracije, o kome je bilo reči u prvom delu ovog teksta, može se postaviti hipoteza da je finansijsko tržište Srbije nužno orijentisano ka integraciji sa finansijskim tržištem Evropske unije. Transmisioni mehanizmi, koji povezuju dva tržišta, mogu se podeliti u nekoliko kategorija.

Kretanje kapitala je najvažniji faktor integracije. Kretanje kratkoročnog kapitala obezbeđuje dodatnu likvidnost tržištima, a kretanje dugoročnog kapitala doprinosi ostvarivanju potencijala ekonomskog razvoja, ublažavanju eksternih šokova i ujednačavanju potrošnje. Kretanje finansijskih usluga, u svim oblicima koje poznaje savremena praksa, doprinosi zadovoljavanju po-

treba korisnika na širem prostoru. Receptija regulatorne prakse doprinosi ujednačavanju uslova konkurencije tržišnih učesnika. Komunikaciona povezanost i povezanost infrastrukture omogućava smanjivanje informacione asimetrije između finansijskih tržišta.

Transmisioni mehanizmi, naravno, deluju bilateralno u meri u kojoj su otklonjene prepreke njihovom delovanju. U slučaju odnosa finansijskih tržišta Evropske unije i Srbije, to delovanje je pretežno jednosmerno, s obzirom na još uvek prisutna ograničenja u svrhu zaštite finansijskog tržišta Srbije. Ona se odnose kako na kretanje dugoročnog kapitala, tako i na kretanje finansijskih usluga, i predstavljaju deo šireg kompleksa položaja Srbije na svetskom finansijskom tržištu<sup>46</sup>, uključiv i odnos prema Svetskoj trgovinskoj organizaciji, koja postavlja pravila liberalizacije finansijskih usluga.

Posebno treba istaći mehanizam transmisije kriznih impulsa sa jedinstvenog finansijskog tržišta Evropske unije na finansijsko tržište Srbije. On se sastoji od sledećih komponenti:

- odliv i odsustvo priliva kratkoročnog kapitala,
- odliv i odsustvo priliva direktnih i investicija,

---

<sup>44</sup> „Integracioni proces nužno nema jednoznačan pozitivan efekat na finansijsku stabilnost“. Gianni De Nicolò and Alexander Tieman, *Economic Integration and Financial Stability: A European Perspective*, IMF Working Paper WP/06/296, Washington, December 2006, str. 1.

<sup>45</sup> U strukturi robne razmene Srbije, učešće Evropske unije je dominantno: prema podacima Republičkog zavoda za statistiku za maj 2013. godine, ona je u ukupnoj srpskoj spoljnotrgovinskoj razmeni Srbije učestvovala sa 60,9%. RZS: Spoljnotrgovinska robna razmena Republike Srbije, Beograd, maj 2013.

<sup>46</sup> Videti: Živković, Boško: Strategija razvoja tržišta dugovnih hartija od vrednosti u Republici Srbiji, GTZ, Beograd, maj 2009, str. 100, 106.

- povlačenje investitora portfolio ulaganja (u finansijske instrumente),
- slabljenje izvozne tražnje,
- povećana percepcija rizika finansijskog tržišta.

Finansijsko tržište Srbije ispoljava nekoliko karakterističnih obeležja:

Prvo, *visoki stepen evroizacije bankarskog sistema*: više od 70% aktive i pasive bankarskog sektora Srbije je u stranoj valuti ili je indeksirano u njoj, u čemu dominira evro (u strukturi aktive banaka, evro učestvuje sa 85,3%; u strukturi pasive sa 90,7%; u strukturi kredita sa 62% /dinar sa 25%/, u strukturi depozita sa 70%, a u strukturi uzetih kredita u inostranstvu evro učestvuje sa 87,5%)<sup>47</sup>.

Drugo, *u bankarskom sektoru dominiraju strane banke*, sa 74% ukupne aktive, 74% kapitala i 71% zaposlenih. Od ukupnog broja banaka u vlasništvu stranih lica, 89% osnovala su banke iz Evropske unije<sup>48</sup>.

Treće, *u sektoru osiguranja dominiraju strana društva za osiguranje*, posebno iz Evropske unije. Ona učestvuju u ukupnim premijama životnog osiguranja sa

90,5%, premijama neživotnog osiguranja sa 57,1%, ukupnoj imovini sa 68,5% i u ukupnom broju zaposlenih sa 64,7%

Četvrto, *učestće stranog kapitala u trgovini na Beogradskoj berzi* varira prosečno godišnje oko 50% ukupne vrednosti trgovine, od čega je značajno učestće kapitala iz država članica Evropske unije.

Peto, *visoki stepen korelacije kretanja berzanskih indeksa u Srbiji* sa indeksima na finansijskom tržištu Evropske unije<sup>49</sup>, što svedoči o osetljivosti domaćeg tržišta kapitala na vesti sa finansijskog tržišta Unije (pored uticaja domaćih informacija, na primer reakcija cena na berzi u periodu konstituisanja vlade), odnosno o smanjivanju informacione asimetrije između dva tržišta.

Šesto, *učestće javnog duga u inostranoj valuti u ukupnom javnom dugu Srbije*, iznosi 81,1% ; u evru je izraženo 50,9% valutnog duga<sup>50</sup>.

Ona treba da budu dopunjena i sledećim obeležjima, koja mogu uticati na aktivnost finansijskog sektora:

---

<sup>47</sup> Bojan Marković: Strategija dinarizacije u Srbiji, Zlatibor, 18. septembar 2010. Narodna banka Srbije: Bankarski sektor u Srbiji – Izveštaj za treće tromesečje 2012. godine, Beograd, 2012.

<sup>48</sup> Narodna banka Srbije: Bankarski sektor u Srbiji – Izveštaj za treće tromesečje 2012. godine, Beograd, 2012, str. 3 – 4.

<sup>49</sup> Isto se odnosi i na korelaciju indeksa Beogradske berze BELEX 15 sa indeksom DJIA. Videti: Adnan Rovčanin, Sejfudin Zahirović, Jasmina Okičić: Stock Exchange Indexes on World Market – Influences on Financial Markets of Western Balkan Countries, u: Financial Systems Integration of Balkan Countries in the European Financial System, ed. By Claude Berthomieu and Srđan Redzepagić, Institute of Economic Sciences, Belgrade, 2008, str. 165 – 174.

<sup>50</sup> Narodna banka Srbije: Izveštaj o dinarizaciji finansijskog sistema Srbije – decembar 2012, Beograd, 2013, str. 10.

- u Srbiju je u 2012. godini stiglo 2.735 milion evra doznaka iz inostranstva (u 2011 – 2,8 milijardi, 2010 – 3,05 milijardi, 2009 – 3,2 milijarde dolara) ili oko 10% bruto društvenog proizvoda zemlje<sup>51</sup>,
- „većinsko učešće“ Evropske unije u spoljnotrgovinskoj razmeni: u ukupnom izvozu iz Srbije Evropska unija učestvuje sa 59,2% u 2012. godini, a u ukupnom uvozu to učešće je 60,1%<sup>52</sup>,
- u domaćem zakonodavstvu i praksi regulatornih tela, izvršena je značajna recepcija pravne baštine Evropske unije (Acquis Communautaire), jednog od opštih uslova za članstvo u Evropskoj uniji (Kriterijumi iz Kopenhage-na). U bankarskom sistemu primenjuju se odredbe Direktive o kreditnim institucijama i Bazelski sporazumi, koje je implementirala i Evropska unija. Regulatorna tržišta kapitala preuzela je odredbe Direktive o tržištu finansijskih instrumenata. Međutim, po mišljenju Evropske komisije, iako se napreduje u usklađivanju, regulatorna sektora osiguranja, dobrovoljnih penzijskih fondova i investicionih fondova još nije u potpu-

nosti usklađena sa pravnom baštinom Evropske unije<sup>53</sup>.

- krizni impulsi sa svetskog tržišta, uključiv i finansijsko tržište, dolaze posredno ili neposredno sa jedinstvenog tržišta Evropske unije.

Međunarodni monetarni fond opisao je uticaj finansijske krize iz 2008. godine na sledeći način: Međunarodni monetarni fond opisuje krizu u Srbiji na sledeći način: „Neposredne tenzije između oktobra 2008. i februara 2009. godine reflektovale su se u deprecijaciji dinara od 20% u odnosu na evro; ogromnom porastu spreda na suvereni dug; povlačenje 18% štednje stanovništva uglavnom iz banaka u stranom vlasništvu i opadanju indeksa berze za oko 60%. Spoljna trgovina smanjena je za oko trećinu, dok je bruto domaći proizvod smanjen za oko 4% u prvoj polovini 2009. godine“<sup>54</sup>.

Navedena obeležja, iako govore o dominantnom uticaju jedinstvenog finansijskog tržišta Evropske unije na finansijsko tržište Srbije, i to u pogledu kako kvantitativnih, tako i vrednosnih pokazatelja, ne pružaju dovoljno elemenata da se finansijsko tržište Srbije smatra delom jedinstvenog tržišta Evropske unije.

Koje su pretpostavke dalje integracije finansijskog tržišta Srbije u finansij-

---

<sup>51</sup> Blic, 15. 04. 2013.

<sup>52</sup> Republički zavod za statistiku: Saopštenje broj 148 – Statistika spoljne trgovine, god. LXIII, 31.05.2013. <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/repository/documents/00/01/03/05/st13052013.pdf>

<sup>53</sup> European Commission: Serbia: 2012 Progress Report, Brussels, 10.10.2012 SWD(2012) 333 final, str. 35 – 36.

<sup>54</sup> International Monetary Fund: Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update—Financial System Stability Assessment, IMF Country Report No. 10/147, May 2010, str. 9.

sko tržište Evropske unije, koja je ekonomski i politički determinisan proces?

Prva pretpostavka dalje integracije jeste liberalizacija kretanja kapitala. Još uvek postoje regulatorna ograničenja<sup>55</sup>, koja inhibiraju slobodno kretanje kapitala. One su vezane kako za tekuće, tako i za kapitalne transakcije u platnom bilansu. U oceni napretka kretanja Srbije ka članstvu u Evropskoj uniji, Evropska komisija je konstatovala: „Dalji naponi su neophodni da se s pravnom baštinom Unije uskladi zakonodavstvo za kratkoročne kapitalne operacije, nekretnine i sistem plaćanja“<sup>56</sup>.

Ostale pretpostavke integracije čine zahtevi sistemskog regulisanja i ekonomske politike koji se odnose na kriterijume nominalne konvergencije finansijskog tržišta Srbije sa finansijskim tržištem Evropske unije, a koji se mogu analizirati polazeći od iskustva finansijske integracije Evropske unije.

Druga pretpostavka je kvalitet i održivost javnih finansija i odgovorna fiskalna politika. Stalno probijanje okvira budžetskog deficita i njegov rast, a sledstveno i rast javnog duga, uzrokuju inflatorne pritiske i pritiske na platni bilans i kurs dinara, što ima posledice po mehanizam prilagođavanja eksternim šokovima. Nereformisani sektor države, javnih preduzeća i penzijski sistem glavni su ge-

neratori budžetskog deficita. Uređivanje fiskalnog sektora zahteva dalje reformske zahvate u Srbiji.

Treća pretpostavka je stabilnost finansijskog tržišta. Ona ima sintetički izraz u hijerarhiji kamatnih stopa, koja je adekvatno predstavljena normalnom krivom prinosa, kao izrazu ročne i rizične strukture finansijskog tržišta. Element fiskalnih reformi je i dalje uređivanje emisije državnih obveznica, posebno stimulisane sekundarne trgovine, kako bi se uspostavila normalna kriva prinosa na finansijskom tržištu. Ona je nužna za funkcionisanje finansijskog tržišta, s obzirom na status državnih hartija od vrednosti kao najmanje rizičnih, ali i za komparativno posmatranje performansi domaćeg tržišta kapitala u odnosu na okruženje i Evropsku uniju.

Četvrta pretpostavka je stabilnost sistema cena kao osnova racionalnog donošenja investicionih odluka. U ovom segmentu, odlučujući uticaj vrši monetarna politika i režim deviznog kursa. Oni su instrumenti koji se, kao što je već analizirano, koriste za apsorpciju eksternih šokova, odnosno za zaštitu domaćeg finansijskog tržišta od negativnih uticaja regionalnih ili svetuskog finansijskog tržišta. U odsustvu apsorpcije eksternih šokova, dolazi do neefikasnog delovanja finansijskog tržišta i fluktuacija ekonomske aktivnosti. Nezavisno od izbora strategije monetarne politike, režim deviznog kursa mora se postaviti tako da konvergira Mehanizmu deviznih kurseva 2 Evropske monetarne unije, kako bi se uspostavila stabilnost kursa dinara na duži rok.

---

<sup>55</sup> Zakon o deviznom poslovanju, Službeni glasnik RS, br. 62/2006) sa izmenama i dopunama, Službeni glasnik RS, br. 31/2011 i 119/2012.

<sup>56</sup> European Commission: Serbia: 2012 Progress Report, Brussels, 10.10.2012 SWD(2012) 333 final, str.

---

## FINANSIJE

Nije nužno da na današnjem stepenu odnosa sa Evropskom unijom Srbija napušta monetarnu suverenost (ili ono što je od nje ostalo, s obzirom na stepen evroizacije). Ona se, kao i fiskalna politika, treba koristiti za stabilizaciju nominalnih kriterijuma konvergencije sa Evropskom unijom. Drugi instrumenti ekonomske politike moraju se koristiti za strukturne reforme, koje bi povećale nivo realne konvergencije sa Evropskom unijom. Povećanje nivoa nominalne i realne konvergencije podigli bi kreditni rejting zemlje kao meru rizičnosti ulaganja na finansijsko tržište i u realni sektor privrede Srbije, odnosno smanjili bi premiju na ri-

zik koju očekuju strani investitori od ulaganja u Srbiju (Srbija ima rejting BB od marta 2011. godine)<sup>57</sup>.

Ostaje, svakako, politički rizik, koji može delovati kao faktor koji otežava ili sprečava strane investicije i ograničava aktivnost finansijskog tržišta Srbije. On će se snižavati u meri u kojoj se ostvaruje dalja politička integracija u Evropsku uniju.

---

<sup>57</sup> Ministarstvo finansija i privrede: Vesti - Pobješen rejting Srbije, Beograd, 16.03. 2011. <http://www.mfp.gov.rs/newsitem.php?id=7596>

Rad primljen: 5. 3. 2014.

UDK: 339.972(497.11:4-672EU) 336.71(497.11)

ID BROJ: COBISS.SR-ID 211481356 3

Stručni rad

**ANALIZA HARMONIZACIJE  
BANKARSKOG SEKTORA SRBIJE SA  
REGULATIVOM EU U PROCESU  
EVROINTEGRACIJA ZEMLJE**

*ANALYSIS OF THE HARMONIZATION OF THE  
REGULATION RELATED TO THE BANKING SECTOR  
IN SERBIA WITH EU LEGISLATIVE FRAMEWORK*

**Doc. dr Lidija BARJAKTAROVIĆ,**

**Univerzitet Singidunum, Beograd**

**Doc. dr Renata PINDŽO,**

**Fakultet za ekonomiju, finansije i administraciju, Beograd**

**Ana VJETROV Msc,**

**Fakultet za ekonomiju, finansije i administraciju, Beograd**

**Rezime**

Tema rada je analiza ekonomskih kriterijuma koje zemlja mora da ispuni u procesu evrointegracija, u pogledu stvaranja stabilnog i efikasnog bankarskog sistema i to kroz harmonizaciju propisa bankarskog sektora Srbije sa regulativom EU. Srbija je do sada izvršila određene izmene koje se odnose na sam Zakon o bankama, zatim primenu Bazel I i II standarda, a kao dalji izazov predstavljaće i primena Bazel III standarda, koja bi trebalo da poveća otpornost pojedinih banaka u apsorbovanju šokova nastalih iz ekonomskih i finansijskih stresova. Takođe, u radu će biti prikazano kako primena pomenutih standarda utiče na kvalitet bankarskog sektora zemlje u pogledu visine kapitala, visine aktive, indikatora profitabilnosti i plasiranih kredita itd. Rezultati istraživanja ukazuju da je primena pome-

nutih zakonskih propisa inicirala povećanje kapitala kod banaka (na kraju 2011. godine 546 mlrd. dinara, na kraju 2012. godine 591 mlrd dinara, a na kraju III kvartala 2013. godine kapital je bio na nivou od 605 mlrd dinara) kao i koeficijenta adekvatnosti preko onoga što je Bazel definisao (19,87% Srbija, na kraju 2012. godine, 8-12% EU). Takođe, rezultati istraživanja ukazuju i na sve veće ulaganje banaka u Srbiji u informacione tehnologije kao i obuku kadrova a sve u cilju efikasnije primene Bazel standarda i boljeg upravljanja rizikom. I na kraju, potrebno je istaći da sama harmonizacija standarda predstavlja kompleksan proces, koji zahteva posvećenost i doslednost svih učesnika na tržištu kako bi se domaći finansijski sistem uspešno integrisao u međunarodne tokove.

**Ključne reči:** EVROPSKA UNIJA, EVROINTEGRACIJE, BANKARSKI SEKTOR, BASEL I, BASEL II, BASEL III.

### Summary

*The aim of this paper is the analysis of economic criteria necessary to be fulfilled by a country within EU integration process, with special focus on creating stable and efficient banking system through the harmonization of regulation in Serbia with the regulation within EU. Serbia has already achieved the level of the EU harmonization of the national legislation referring to Law on banks, implementation of Basel I and Basel II standards. However, further effort would be implementation of Basel III framework, created with the aim to strengthen the banks' resistance to various economic and financial shocks. Furthermore, this paper analyzes the influence of implemented regulation to the banking sector performance (presented by the level of capital, assets, profitability indicators and loans level etc.). The research conveyed shows that implemented legislative framework influenced both the capital level (545 billion RSD in the end of 2011, 591 billion RSD in the end of 2012 and at the end of the third quartal of 2013 it amounts 605 billion RSD), and capital adequacy level beyond proposed level by Basel framework (19.87% in Serbia, 8-12% within EU). Furthermore, the analysis reveals that the growing numbers of banks are investing in IT and staff training with the aim of efficient implementation of Basel standards and better risk management. Finally, the harmonization itself presents complex process, including both full commitment and consistency of all participants on the Serbian market aiming successful integration into international market.*

**Key words:** EUROPEAN UNION, EURO-INTEGRATION, BANKING SECTOR, BASEL I, BASEL II AND BASEL III.

### UVOD

U okviru pristupnih pregovora sa Evropskom unijom, osnovni zadatak Evropske komisije je ocena reforme srpskog zakonodavstva, odnosno usklađenosti srpskog zakonodavstva sa evropskim. S tim u vezi, predmet izučavanja ovog rada je harmonizacija propisa koji regulišu bankarski sektor Srbije sa evropskim zakonodavstvom. Harmonizacija regulative vezane za poslovanje banaka je započeta novim Zakonom o bankama, ali i donošenjem raznih odluka od strane Narodne banke Srbije, koje se odnose na upravljanje i kvantifikaciju rizika u svakodnevnom bankarskom poslovanju, odnosno samu primenu bazelskih standarda. Cilj rada je prikazati kako primena pomenutih standarda doprinosi povećanju stabilnosti i sigurnosti finansijskog sistema i to kroz efikasnije upravljanje kapitalom banke, kontrolu sveukupnih rizika sa kojima se banke susreću kao i povećanje transparentnosti poslovanja banke u smislu bolje supervizije i obaveznog javnog publikovanja poslovnih podataka banke.

Osnovna hipoteza rada koja se ispituje je sledeća:

H0: Implementacija Bazel II standarda utiče na jačanje stabilnosti i sigurnosti bankarskog sektora Srbije.

U prvom delu rada objašnjen je sam pojam Bazela II, načini kvantifikacije rizika sa akcentom na kreditnom, tržišnom i operativnom riziku. Objašnjavaju se i razlozi donošenja revidiranog Sporazuma o kapitalu, kao i početak njegove primene u Srbiji. U drugom delu rada, ispituju se rezultati

ankete koja se odnosi na primenu Bazel II standarda u Srbiji, a istraživanje obuhvata sve banke koje su u to vreme poslovale na bankarskom tržištu Srbije kao i uticaj primene Bazel II standarda na bilansne pozicije banaka. I na kraju, u trećem delu rada daje se primer dve banke u zemlji, koje primenjuju Bazel II standarde i analiziraju se organizacione jedinice zadužene za kontrolu i kvantifikaciju rizika, metode njihove kvantifikacije kao i strategije koje su banke donele a koje se odnose na upravljanje rizicima banke. Međutim, mora se naglasiti da je implementacija Bazel II standarda u bankarskom sektoru još uvek na početnom nivou i potreban je duži vremenski okvir kako bi se osetile posledice na finansijske izveštaje banaka. Međutim, dugoročno gledano, implementacija istih će doprineti boljoj kreditnoj analizi klijenata, uspešnijoj kvantifikaciji rizika kao i efikasnijem upravljanju kapitalom banke, što će uticati na povećanje stope prinosa na kapital banaka u Srbiji. I na kraju, analiza u radu obuhvata period između 2007. i 2013. godine, a koristi se baza podataka Narodne banke Srbije, kao i indikatori iz Izveštaja nezavisnog revizora, dostupni na sajtovima banaka.

### 1. BAZELSKI SPORAZUM

Bazelski komitet je osnovan 1974. godine od strane guvernera centralnih banaka članica G-10 (Hadžić, 2011). Članovi Komiteta su predstavnici Belgije, Kanade, Nemačke, Italije, Japana, Luksemburga, Holandije, Španije, Švedske, Švajcarske Velike Britanije i Sjedinjenih Američkih Država. Barjak-



tarović (2011) navodi da je osnovna funkcija Bazelskog komiteta formulisanje opštih standarda kao i davanja smernica supervizije i predlaganje najbolje bankarske prakse. Takođe, potrebno je naglasiti da tek nakon usvajanja u nacionalnim zakonodavstvima, preporuke komiteta postaju obavezujuće i pravosnažne za zemlje koje su odlučile da ih implementiraju. Osnovni cilj osnivanja komiteta je ostvarivanje dva osnovna principa: da nijedna međunarodno aktivna banka ne može da izbegne superviziju kao i da proces nadzora bude adekvatan (Bazel II Međunarodna saglasnost o merenju kapitala, 2007).

Takođe, komitet 1988. godine odlučuje da uvede sistem za merenje adekvatnosti kapitala, poznat kao Bazelski sporazum, odnosno Bazel I (Barjaktarović, 2011). Prema podacima sa sajta NBS (Narodne banke Srbije), osnovna svrha Bazela I bilo je uvođenje jedinstvenog načina za izračunavanje adekvatnosti kapitala u cilju jačanja finansijske stabilnosti. Takođe, Bazelski sporazum definiše elemente kapitala banaka (osnovne i dopunske), pondere za izračunavanje kreditnog rizika po bilansnoj aktivni (ponderi rizika: 0%, 20%, 50% i 100%) i faktore kreditne konverzije za vanbilansne stavke (posle čega se primenjuju odgovarajući ponderi rizika), kao i odnos između kapitala i rizikom ponderisane aktive s ciljem izračunavanja pokazatelja adekvatnosti kapitala. Pokazatelj adekvatnosti kapitala banke, izračunat na taj način, treba da iznosi najmanje 8%. Bazelski sporazum je imao puno pred-

nosti koje su se uglavnom odnosile na porast kapitala međunarodno aktivnih banaka, zatim na široku primenu u različitim zemljama širom sveta, doprineo je jačanju konkurencije banaka na međunarodnom nivou i na kraju je uticao na porast discipline u procesu upravljanja kapitalom (NBS, 2011). Međutim, isti izvore navode da je najveći nedostatak pomenutog sporazuma činjenica da adekvatnost kapitala zavisi od kreditnog rizika, dok su ostali rizici izostavljeni iz analize. Upravo da bi se ispravio pomenuti nedostatak, pomoću izmena i dopuna preporuka 1993. i 1996. godine uvodi se kapitalni zahtev za tržišni rizik i novi instrumenti za ocenu tržišnog rizika banke – *VaR* (*Value at Risk*).

Međutim, u junu 1999. godine, komitet objavljuje predlog novog revidiranog Sporazuma o kapitalu koji bi trebalo da izmeni onaj iz 1998. godine. Na kraju, komitet objavljuje 26. juna 2004. godine novi sporazum o kapitalu poznat kao Bazel II (Barjaktarović, 2011). Cilj je bio da se Bazel II prihvati u nacionalnim zakonodavstvima do kraja 2006. godine. Novi Bazelski sporazum obuhvata tri međusobno povezana stuba, koji zajedno treba da doprinesu povećanju stabilnosti i sigurnosti finansijskih sistema. Tri stuba su (Barjaktarović, 2011):

- Stub 1: zahtev za minimalnim iznosom kapitala, koji uključuje kreditni, tržišni i operativni rizik;
- Stub 2: proces nadzora se zasniva na seriji smernica koje ukazuju na neophodnost da banke procenjuju

svoju adekvatnost kapitala u odnosu na sveukupne rizike, kao i na potrebu nadzornih organa da vrše pregled procesa i sprovode adekvatne mere;

- Stub 3: tržišna disciplina, koja predstavlja okvir za javno publikovanje poslovnih podataka banaka.

Barjaktarović (2011) navodi da Bazel II predviđa tri osnovna modela kvantifikacije izloženosti riziku banke u okviru kapitalne adekvatnosti a to su: pristup baznog indikatora (*BIA-Basic Indicator Approach*), standardizovani pristup (*TSA-The Standardized Approach*) i to osnovni i alternativni i napredni pristup merenja (*AMA-Advanced Measurement Approach*), takođe osnovni i napredni pristup.

Ako se analizira samo izloženost kreditnom riziku, postoje dva osnovna pristupa, a bankama je ostavljena mogućnost da biraju pomenuti metod (NBS, Implementacija Bazela II u Srbiji):

- banke koje imaju manji obim poslovanja i jednostavnije kontrolne strukture opredeljuju se prvenstveno za korišćenje standardizovanog pristupa, gde se za procenu kreditnog kvaliteta dužnika banaka koriste agencije za eksterni kreditni rejting koje su za to dobile prethodnu saglasnost supervizora,
- banke koje su angažovane u složenijim aktivnostima s razvijenijim sistemom upravljanja rizicima koriste pristup internih rejtinga (*IRB*).

Dalje, banke imaju na raspolaganju tri pristupa za izračunavanje kapitalnih zahteva za operativni rizik : *BIA (Basic Indicator Approach)*, odnosno, pristup osnovnog indikatora, *SA (Standardized Approach)* odnosno standardizovani pristup i *AMA (Advanced Measurement Approach)* odnosno, napredni pristup. Izbor konkretnog pristupa zavisice od obima i vrste poslovanja banke, kao i od kvaliteta i sofisticiranosti njenog sistema upravljanja rizicima (NBS, Implementacija Bazela II u Srbiji). Za kvantifikaciju tržišnog rizika, banke koriste *VAR* metodologiju (Konjikušić *et al.*, 2012). Treba spomenuti da banke moraju definisati interni proces procene adekvatnosti kapitala u odnosu na specifičnosti sopstvenog profila rizičnosti (*ICAAP*).

I na kraju, primena Bazela II u Srbiji je završena u junu 2011. godine i donešen je paket propisa kojima se definišu pravila za izračunavanje adekvatnosti kapitala banke a to su: Odluke o adekvatnosti kapitala banke, Odluke o upravljanju rizicima banke, Odluke o objavljivanju podataka i informacija banke, Odluke o kontroli bankarske grupe na konsolidovanoj osnovi, Odluke o izveštavanju o adekvatnosti kapitala banke i Odluke o izveštavanju banaka (NBS, Implementacija Bazela II u Srbiji). U samom procesu harmonizacije regulative bankarskog sektora sa zakonodavstvom EU, ostaje i implementacija skoro donošenog Bazela III, ali kako je to koncept koji se tek parcijalno uvodi u EU, a Srbija je tek počela sa primenom Bazela II, Bazel III neće biti predmet izučavanja ovog rada.

### 2. PRIMENA BAZELA II I POSLOVANJE BANAKA U SRBIJI

Kao što je već navedeno, primena standarda Bazela II u Srbiji završena je u junu 2011. godine kada je Izvršni odbor Narodne banke Srbije doneo paket propisa. Međutim, dve godine ranije, sproveden je Upitnik 2 o primeni Bazel II standarda, koji je obuhvatao 34 banke na teritoriji Republike Srbije. Rezultati upitnika analizirani su po sledećim kriterijumima: kriterijum vlasništva (domaće i strane banke), kao i po kriterijumu veličine (*Peer 1*, *Peer 2* i *Peer 3*). Rezultati ukazuju da veće, strane banke (*Peer 1* i *Peer 2*) smatraju da je uvođenje Bazel II značajan proces a kao najveći problem primene smatraju problem unapređenja informacione tehnologije. Manje, domaće banke smatraju da je uvođenje Bazel II standarda proces niske značajnosti, a najveći problem u samoj implementaciji po njima je nedostatak kadrova i veći troškovi obuke kadrova. Ako se analizira sama obuka kadrova, manje, domaće banke obuku vrše isključivo putem seminara, dok veće strane banke organizuju obuku unutar same banke, zatim na nivou grupe i uz pomoć eksternih konsultanata. Veće, strane banke ocenjuju da njihova informaciona infrastruktura podržava Bazel II zahteve za kreditni, tržišni i operativni rizik, dok informacione infrastruktura većine malih domaćih banaka ne podržava Bazel II zahteve. Ako se gleda pristup za merenje kreditnog rizika, najveće banke se opredeljuju za kombinaciju pristupa, dok se manje banke opredeljuju za standardizovan pristup. Ako se analizira kvantifikacija tržišnog rizika, značajan broj banaka,

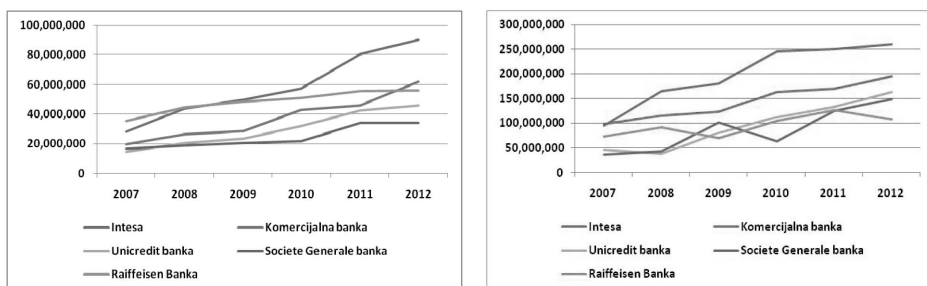
ukupno 11, je još uvek neopredeljeno po pitanju pristupa, 50% banaka se opredelilo za standardizovan pristup a četiri banke za pristup zasnovanom na internim modelima. Ako se analizira kvantifikacija operativnog rizika većina banaka se opredelila za standardizovan pristup i pristup osnovnog indikatora.

Nakon prikaza rezultata upitnika u nastavku teksta se analizira uticaj primene Bazel II na bilansne pozicije banaka iz grupe *Peer 1*, jer upravo rezultati ankete ukazuju da strane banke, članice međunarodnih grupacija pridaju najviše značaja implementaciji Bazel II standarda. Na sledećoj slici se vidi analiza pet najvećih banaka po tržišnom učešću i to četiri strane (dve italijanske, jedna austrijska i jedna francuska) i jedna domaća, koja se odnosi na kretanje bilansnih pozicija banaka u poslednjih nekoliko godina:

Bazel II standardi uglavnom se odnose na upravljanje kapitalom, koje u osnovi podrazumeva merenje i anticipiranje kvaliteta i adekvatnosti ekonomskog i regulatornog kapitala sa stanovišta rizika koje je banka preuzela. Takođe, standardi se odnose i na upravljanje rizicima u svakodnevnom poslovanju banke (sa posebnim akcentom na kreditnom, tržišnom i operativnom riziku). Stoga, na grafikonima je prikazan nivo kapitala kao i nivo plasiranih kredita, gde se zbog kratke vremenske serije od jedne godine ne vidi drastičan pomak od početka primene Bazel II standarda, ali je očigledan rast u odnosu na period pre krize. Banka *Intesa* predstavlja banku s najvećim brojem plasiranih i kredita i najvećim nivoom kapitala, dok *Soci-*

## FINANSIJE

**GRAFIKON 1 -** Analiza nivoa kapitala (levi grafikon) i plasiranih kredita (desni grafikon) na primeru *peer 1* banaka u periodu od 2007. do 2012. godine:



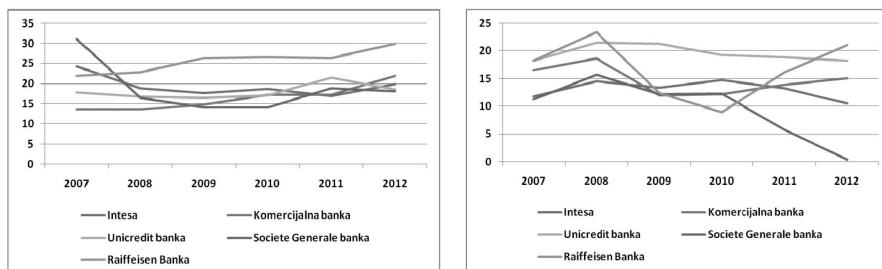
*Izvor:* Izveštaji nezavisnog revizora dostupni na sajtovima banaka

*ete Generale* banka je ostvarila najlošiji rezultat po oba kriterijuma u odnosu na prvih pet banaka po tržišnom učešću. Pomenuto potvrđuje hipotezu o uticaju Bazela II na stabilnost bankarskog sistema ukazujući na veći plasman banaka, efikasnije upravljanje kreditnim portfolijom, praćen rastom kapitala. Sličan trend je zabeležen u prvim kvartalima 2013. godine za svih pet banaka. Na sledećoj tabeli se analiziraju dva parametra: koeficijent adekvatnosti kapitala i prinos na kapital (ROE).

Na grafikonu se vidi da je koeficijent adekvatnosti kapitala kod svih banaka viši od propisanog nivoa, kao i da je viši s početkom primene Bazela II.

Međutim, jasno je da je kriza uticala na njegovo smanjivanje, što se može povezati sa povećanjem rizikom ponderisane aktive, odnosno rastom sumnjivih plasmana banaka usled opšte nelikvidnosti privrede. I na kraju su prikazani indikatori rezerve iz dobiti kao i neto dobit banaka.

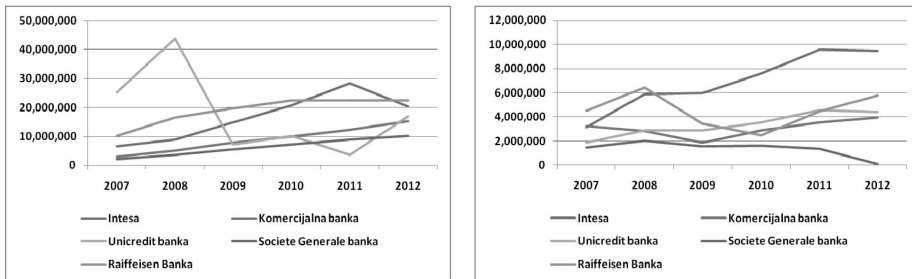
**GRAFIKON 2 -** Analiza nivoa koeficijenta adekvatnosti kapitala (levi grafikon) i prinosa na kapital (desni grafikon) na primeru *peer 1* banaka u periodu od 2007. do 2012. godine



*Izvor:* Izveštaji nezavisnog revizora dostupni na sajtovima banaka

## FINANSIJE

**GRAFIKON 3-** Analiza nivoa rezervi iz dobiti (levi grafikon) i neto dobiti (desni grafikon) na primeru *peer 1* banaka u periodu od 2007. do 2012. godine



*Izvor:* Izveštaji nezavisnog revizora dostupni na sajtovima banaka

Na grafikonu se vidi da nivo rezervacija iz profita ima uzlazni trend, dok se neto dobit kod tri od pet banaka povećala u posmatranom periodu. Razlog smanjenja neto dobiti je rast neto rashoda od kursnih razlika, rast troškova zarada kao i operativnih i ostalih poslovnih rashoda. Pomenuto može biti posledica troškova obuke kadrova kao i unapređenja informacione strukture za implementaciju Baze-

la II standarda, što dugoročno može imati pozitivan efekat na poslovanje banke u smislu boljeg upravljanja rizika u svakodnevnom poslovanju. Međutim, potrebno je napomenuti da je *Societe Generale* banka na kraju III kvartala 2013. godine povećala neto dobit na 467 mlrd. RSD. Na kraju, pomenute pozicije su predstavljene u sledećoj tabeli, a odnose se na čitav bankarski sektor zemlje.

**TABELA 1-** Analiza bilansnih pozicija bankarskog sektora Srbije u periodu od 2007. do 2013. godine

u mlrd RSD	2007	2008	2009	2010	2011	2012	30.09.2013
Nivo kapitala	328.37	420	447	498	546	591	604.8
Nivo plasiranih kredita	761	1027.6	1278.3	1685.4	1671.9	1752	1680.4
NPL %	3.81	11.3	15.7	16.9	19	18.6	21.1
Neto dobit	23.47	37.74	20.03	25.4	1.25	11.65	17.03
CAR	27.9	21.9	21.44	19.91	19.11	19.87	19.9
Prinos na kapital (ROE)%	9.28	9.3	4.6	5.4	0.24	2.05	3.81

*Izvor:* Sajt NBS, Izveštaji o poslovanju banaka, [http://www.nbs.rs/internet/cirilica/55/55\\_4/index.html](http://www.nbs.rs/internet/cirilica/55/55_4/index.html)

Generalni trend čitavog bankarskog sektora Srbije u posmatranom periodu u pogledu nivoa kapitala i plasiranih kredita podudara se sa trendom rasta pomenutih indikatora kod prvih pet banaka po tržišnom učešću u Srbiji. Takođe, banke pokušavaju da preporučenim merama Bazelskog komiteta nivo problematičnih kredita drže pod kontrolom i u tabeli se vidi smanjenje pomenutog indikatora početkom primene Bazel II standarda, ukazujući da interna kvantifikacija rizika i efikasnije upravljanje kapitalom utiče na bolju kreditnu analizu i obezbeđuje sigurniji plasman sredstava banke, što doprinosi stabilnosti bankarskog sektora zemlje. Međutim, nivo od 21,1% *NPL-a* na kraju trećeg kvartala 2013. godine ukazuje na loše stanje privrede u zemlji kao i problem nelikvidnosti koji utiče na dodatnu opreznost banaka prilikom plasiranja kredita. Takođe, ostali parametri imaju trend rasta na kraju trećeg kvartala 2013. godine. Treba napomenuti da regulativa vezana za superviziju banaka u Srbiji je konzervativnija od evropskih standarda i prakse, a propisani minimalni koeficijent adekvatnosti kapitala je 12%, što je značajno više od uobičajenih standarda u EU (8%). I na kraju, dodatne rezerve značajno umanjuju prinos na kapital (tabela 1) zato što se zahteva od banaka da imaju izuzetno visok nivo kapitala, mnogo viši od proseka u Evropi.

### **3. KVANTIFIKACIJA RIZIKA NA PRIMERU VOJVOĐANSKE BANKE AD NOVI SAD I INTEZA BANKE AD BEOGRAD**

Vojvođanska banka a. d. Novi Sad je prisutna na bankarskom tržištu Srbije od

1990. godine (podaci preuzeti sa sajta Vojvođanske banke). U decembru 2006. godine Nacionalna banka Grčke postaje vlasnik 99,43% akcija banke i upravo pomenuto predstavlja primer preuzimanja veće banke od strane manje.

Banka ima razvijenu strategiju upravljanja rizicima sa sledećim primarnim ciljevima: upravljanje rizicima koji su svojstveni poslovanju banke i u skladu sa sklonošću banke ka rizicima, jačanje prakse upravljanja rizicima u skladu sa najboljom praksom i uspostavljanje sklada između internog kapitala i materijalnosti rizika (Upravljanje rizicima i kapitalom, 2012). Isti izvori navode da Upravni odbor (UO) ima sveukupnu odgovornost za uspostavljanje kontrole rizika na nivou banke, koji usvaja i ocenjuje strategije i politike upravljanja rizicima, zatim Odbor za upravljanje rizicima pri UO kontroliše rad funkcije upravljanja rizicima i obezbeđuje razvoj internog sistema upravljanja rizicima banke, dok Izvršni odbor je odgovoran za nadgledanje i primenu politika usvojenih od strane UO banke. Takođe, Vojvođanska banka sprovodi proces interne procene adekvatnosti kapitala (*ICAAP*) s ciljem identifikacije svih materijalno značajnih rizika u svakodnevnom poslovanju banke.

Ako se analizira kreditni rizik, banka koristi pondere kreditnog rizika definisani odlukom o adekvatnosti kapitala banke (Upravljanje rizicima i kapitalom, 2012). Banka ne koristi pondere kreditnog rizika dužnika dodeljenih od strane izabраних агенција за кредитни rejting, ali koristi pondere kreditnog rizika države na osnovu kreditne procene

## FINANSIJE

države koju objavljuje pojedinačna agencija za kreditiranje izvoza primenjujući metodologiju OECD-a. Treba napomenuti da banka koristi standardizovan pristup prilikom kvantifikacije kreditnog rizika. Dalje, ako se analizira tržišni rizik banka je usvojila standardizovan pristup u merenju tržišnih rizika za izračunavanje adekvatnosti kapitala u skladu sa regulativom NBS. Okvir NBS na osnovu standardizovanog pristupa zahteva da se rizikom ponderisana aktiva izračunava za cenovni rizik (po osnovu dužničkih i vlasničkih harti-

ja od vrednosti), devizni i robni rizik (Upravljanje rizicima i kapitalom, 2012). I na kraju, banka je usvojila pristup osnovnog indikatora kod operativnog rizika, gde se prosečni trogodišnji bruto prihod banke množi sa koeficijentom alfa od 15%, koji je propisan takođe od strane NBS, a multiplikator 1/12 se koristi da bi se dobila rizikom ponderisana aktiva koja je predmet kapitalnog zahteva. Na sledećoj tabeli prikazana je struktura regulatornog kapitala, kapitalnih zahteva i rizične aktive banke.

**TABELA 2 - Struktura regulatornog kapitala, kapitalnih zahteva i rizične aktive vojvođanske banke u 000 rsd:**

	<b>31.12.2011</b>	<b>31.12.2012.</b>	<b>30.06.2013.</b>
<b>KAPITAL (UKUPNO)</b>	10.380.913	9.591.544	9.187.645
<b>OSNOVNI KAPITAL</b>	10.380.913	9.591.544	9.187.645
<b>DOPUNSKI KAPITAL</b>	0	0	0
<b>UKUPNA RIZIČNA AKTIVA</b>	45.130.717	56.246.647	53.310.180
<b>IZLOŽENOST KREDITNOM RIZIKU</b>	36.469.842	48.255.364	46.135.821
<b>IZLOŽENOST TRŽIŠNOM RIZIKU</b>	1.249.617	1.278.458	832.067
<b>IZLOŽENOST OPERATIVNOM RIZIKU</b>	7.411.258	6.712.825	6.342.292
<b>ADEKVATNOST KAPITALA</b>	23%	17,05%	17,23%

*Izvor:* Sajt Vojvođanske banke, Upravljanje rizicima i kapitalom, 2013, Bazel II Stub III, [http://www.voban.co.rs/sr/home/o\\_nama/publikacije/bazel/](http://www.voban.co.rs/sr/home/o_nama/publikacije/bazel/)

Na tabeli se jasno vidi da se nivo rizične aktive u 2012. godini povećao u odnosu na prethodnu godinu, a uzrok pomenutom je povećanje izloženosti kreditnom riziku, koja se uvećala za 12 miliona RSD, što je u skladu sa opštim trendom u celom bankarskom sektoru Srbije gde se banke susreću sa sve većim brojem *NPL*-a (*non performing loan*)<sup>1</sup>. Krediti u docnji dužoj od 90 dana, što uglavnom predstavlja posledicu opšte nelikvidnosti privrede. Takođe, ako se analizira kraj II kvartala 2013. godine zabeležen je nivo veći od kraja 2011. godine. Nivo izloženosti operativnom i tržišnom riziku je na približno istom nivou. Takođe, na tabeli se vidi da se i adekvatnost kapitala smanjila i to za šest p.p. u 2012. godini u odnosu na prethodnu, a da je u prvoj polovini 2013. godine na višem nivou u odnosu na kraj 2012. godine.

U radu će biti predstavljeno i upravljanje rizikom na primeru *Inteza* banke. Banka *Inteza* a. d. Beograd je prisutna u bankarskom sektoru Srbije od 1991. godine i to kao Delta banka. Međutim, u 2005. godini akcionari su izvršili prodaju svojih akcija, a jedan veći deo je pripao *Intesa Holding International SA* (Objavljivanje podataka i informacija banke, 2013). Isti izvori navode da banka preuzima i Panonsku banku a.d. Novi Sad.

*Inteza* banka takođe ima strategiju za upravljanje rizicima čiji su osnovni ciljevi: zaštita kapitala banke i maksimizacija ekonomske vrednosti banke,

zatim optimizacija procesa alokacije kapitala kao i razvoj internih modela za proračun kapitala, gde je to moguće i pravovremeno izveštavanje prema odgovarajućim telima upravljanja. Dalje, organizacione jedinice zadužene za identifikaciju, merenje i upravljanje rizikom su sledeće: Sektor za upravljanje rizicima, Sektor za upravljanje kreditiranjem, Sektor za naplatu i upravljanje potraživanjima u docnji, Kreditni odbor, Odbor za kvalitet aktive, Odbor za ALM, Izvršni odbor, Odbor za reviziju, Upravni odbor. Takođe, *Inteza* banka sprovodi proces interne procene adekvatnosti kapitala (*ICA-AP*) sa ciljem identifikacije svih materijalno značajnih rizika u svakodnevnom poslovanju banke. I na kraju, ako se analiziraju pristupi koje banka koristi u skladu sa Bazel II kapitalnim okvirom NBS, banka koristi standardizovan pristup za kvantifikaciju kreditnog i tržišnog rizika, a za operativni rizik pristup osnovnog indikatora.

Za plasirane kredite banka obračunava rezerve za procenjene gubitke u skladu sa interno definisanom metodologijom zasnovanom na odluci o klasifikaciji bilansne aktive i vanbilansnih stavki. Analiza podrazumeva merenje adekvatnosti rezervi po klijentima, klasama rizika, delovima portfolija i ukupnom portfoliju banke (Objavljivanje podataka i informacija banke, 2013). Isti podaci navode da poseban kapitalni zahtev za tržišne rizike (cenovni i devizni) nije računat iz razloga što pomenuta vrsta rizika za banku nije materijalno značajna. I na kraju kapitalni zahtev za operativni rizik izračunat je primenom pristupa

---

<sup>1</sup> Krediti u docnji dužoj od 90 dana



## FINANSIJE

**TABELA 3** - Struktura regulatornog kapitala i kapitalnih zahteva *intesa* banke u 000 rsd:

	<b>31.12.2011</b>	<b>31.12.2012.</b>	<b>31.06.2013.</b>
<b>KAPITAL (UKUPNO)</b>	40.673.797	48.900.305	48.577.814
<b>OSNOVNI KAPITAL</b>	40.673.797	48.900.305	48.577.814
<b>DOPUNSKI KAPITAL</b>	0	0	0
<b>KAPITALNI ZAHTEV ZA KREDITNI RIZIK</b>	25.320.930	25.681.189	26.936.654
<b>KAPITALNI ZAHTEV ZA TRŽIŠNI RIZIK</b>	/	/	/
<b>KAPITALNI ZAHTEV ZA OPERATIVNI RIZIK</b>	3.621.531	3.968.137	3.968.137
<b>ADEKVATNOST KAPITALA</b>	16,86%	19,79%	18,86%

*Izvor:* Sajt Intesa banke, Objavljivanje podataka i informacija banke, 2013,  
<http://www.bancaintesa.rs/code/navigate.aspx?Id=178>

osnovnog indikatora odnosno jednak je iznosu trogodišnjeg proseka indikatora izloženosti pomnoženog stopom kapitalnog zahteva od 15%. U skladu sa pomenutim, na sledećoj tabeli prikazana je struktura regulatornog kapitala kao i kapitalnih zahteva banke.

Na tabeli se vidi porast koeficijenta adekvatnosti kapitala za otprilike tri p.p u 2012. godini u odnosu na 2011. godinu. Na kraju drugog kvartala 2013. godine pomenuti koeficijent je na nešto nižem nivou u odnosu na kraj 2012. godine. Međutim, analizom napomena uz finansijske izveštaje za 2012. godinu iznos aktive ponderisane kreditnim rizikom je bila 214 milijardi RSD na kraju

2012. godine, što predstavlja povećanje u odnosu na prethodnu godinu kada je izloženost bila 211 milijardi RSD. Pomenuto takođe potvrđuje generalni trend u zemlji, a to je problem naplate potraživanja. Međutim, ulaganje u informacionu infrastrukturu kao i obuku kadrova obe banke, dugoročno će imati posledicu bolje i efikasnije upravljanje rizicima i kapitalom, što će imati krajnju posledicu stabilno i transparentno poslovanje u okviru bankarskog sektora.

### ZAKLJUČAK

U radu su analizirani efekti harmonizacije regulative vezane za bankarski sektor Srbije sa regulativom EU. Opisan

je pojam Bazel II standarda, koncept upravljanja rizikom i kapitalom banke, kao i metode za kvantifikaciju rizika i nivoa regulatornog kapitala. Takođe, opisan je početak implementacije Bazel II standarda i analiziran je efekat primene istih na poslovanje najvećih banaka Srbije po tržišnom učešću. Generalni zaključak je da su veće, strane banke bolje upoznate sa Bazel II standardima, značajem kvantifikacije rizika kao i bitnošću razvijanja internih metoda za merenje rizika. Manje, domaće banke smatraju da je uvođenje Bazel II standarda proces niske značajnosti, a najveći problem u samoj implementaciji po njima je nedostatak kadrova i veći troškovi obuke kadrova. Za razliku od njih, banke, koje su članice velikih međunarodnih grupacija više ulažu u obuku kadrova i na razvijanju svesti o značaju Bazela II. Upravo pomenuto ide u prilog važnosti evrointegracija zemlje, kao i činjenici da transparentnije poslovanje banaka zajedno sa boljom supervizijom i efikasnijim upravljanjem rizicima i kapitalom doprinosi razvoju finansijskog sistema Srbije u samom procesu priključivanja EU, što ide u prilog hipoteze koja se odnosi da implementacija Bazela II doprinosi stabilnosti bankarskog sektora Srbije. Bazel III se javlja kao koncept i odgovor na aktuelnu krizu, međutim još je rano analizirati na koji način će biti implementiran u Srbiji, pogotovo ako se ima u vidu da je i primena Bazela II u zemlji još na početku. Međutim, iako bilanci banaka pokazuju bolje rezultate nego u periodu pre krize, primena Bazela II je još uvek na početnom nivou i potreban je duži vremenski okvir kako bi se osetile posledice

na finansijske izveštaje banaka. Međutim, dugoročno gledano, implementacija istih će doprineti boljem upravljanju kreditnim portfolijom, preciznijem merenju rizika kao i efikasnijem upravljanju kapitalom i rizicima. Indikatori na nivou čitavog bankarskog sektora upravo ukazuju da se rast plasmana banaka, kapitala, koeficijenta adekvatnosti kapitala i smanjenje *NPL*-a, podudara sa početkom primene Bazela II. Upravo pomenuto, kao i ulaganje u razvoj internih metoda kvantifikacije rizika doprinosi povećanju stabilnosti bankarskog sektora Srbije. I na kraju, potrebno je istaći da regulativa vezana za superviziju banaka u Srbiji je konzervativnija od evropskih standarda, zahtevajući viši nivo kapitala, što može uticati na niže stope prinosa banaka, što je i prikazano u radu.

### LITERATURA

1. BARJAKTAROVIĆ L. (2011), *Upravljanje rizikom*, Univerzitet Singidunum, Beograd.
2. HADŽIĆ M. (2011), *Bankarstvo*, Univerzitet Singidunum, Beograd.
3. KONJIKUŠIĆ, S., BARJAKTAROVIĆ, L., VJETROV, A. (2012), „Applying of statistical model in determining the minimal number of observations for calculating credit default rate“ *ACTA TECHNICA CORVINIENSIS*-Bulletin of Engineering Tome V (Year 2012). Fascicule 4 (October-December), pp. 97-100.
4. NBS, Implementacija Bazela II u Srbiji (2012), NBS, [http://www.nbs.rs/internet/cirilica/55/55\\_2/index.html](http://www.nbs.rs/internet/cirilica/55/55_2/index.html)

5. NBS, Upravljanje rizicima u bankarskom poslovanju (2012), [http://www.nbs.rs/internet/cirilica/55/55\\_6/55\\_6\\_1.html](http://www.nbs.rs/internet/cirilica/55/55_6/55_6_1.html)
6. NBS, Rezultati Upitnika o primeni Bazel II standarda (2009), [http://www.nbs.rs/internet/cirilica/55/55\\_2/index.html](http://www.nbs.rs/internet/cirilica/55/55_2/index.html)
7. NBS, Izveštaj o poslovanju banaka za III kvartal 2013. godine, <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/55/index.html>
8. NBS, Izveštaj o poslovanju banaka za IV kvartal 2012. godine, <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/55/index.html>
9. NBS, Izveštaj o poslovanju banaka za IV kvartal 2010. godine, [http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55\\_4/kvartalni\\_izvestaj\\_IV\\_10.pdf](http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_4/kvartalni_izvestaj_IV_10.pdf)
10. NBS, Izveštaj o poslovanju banaka za IV kvartal 2008. godine, [http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55\\_4/kvartalni\\_izvestaj\\_IV\\_08.pdf](http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_4/kvartalni_izvestaj_IV_08.pdf)
11. Sajt Intesa banke, Izveštaj nezavisnog revizora od 2007. do 2012. godine, <http://www.bancaintesa.rs/upload/documents/finansijski%20izvestaj%202012web.pdf>
12. Sajt Komercijalne banke, Izveštaj nezavisnog revizora od 2007. do 2012. godine, <http://www.kombank.com/srp/tekst.asp?id=7>
13. Sajt Raiffeisen banke, Izveštaj nezavisnog revizora od 2007. do 2012. godine, <http://www.raiffeisenbank.rs/code/navigatione.aspx?Id=46>
14. Sajt *Societe Generale* banke, Izveštaj nezavisnog revizora od 2007. do 2013. godine, <http://www.societegenerale.rs/index.php?id=182>
15. Sajt *UniCredit* banke, Izveštaj nezavisnog revizora od 2007. do 2012. godine, <http://www.unicreditbank.rs/?jez=&p=7>
16. Sajt *Intesa* banke, *Objavljivanje podataka i informacija banke, 2013*, <http://www.bancaintesa.rs/code/navigatione.aspx?Id=178>
17. Sajt *Vojvođanske banke*, *Upravljanje rizicima i kapitalom (2013), Bazel II, Stub III*, [http://www.voban.co.rs/sr/home/o\\_nama/publikacije/bazel/](http://www.voban.co.rs/sr/home/o_nama/publikacije/bazel/)
18. Udruženje banaka Srbije (2007), „Bazel II Međunarodna saglasnost o merenju kapitala i standardima kapitala”, *Jugoslovenski pregled*, Beograd

Rad primljen: 20. 5. 2014.

UDK: 339.972:339.74(4-672EU:497.11) 336.76(4-672EU)

ID BROJ: COBISS.SR-ID 211482636 4

Pregledni rad

# **ANALIZA ISPUNJENOSTI MASTRIHTSKIH KRITERIJUMA KONVERGENCIJE U SRBIJI**

## ***ANALYSIS OF FULFILLMENT OF THE MAASTRICHT CONVERGENCE CRITERIA IN SERBIA***

**Prof. dr Zoran GRUBIŠIĆ,  
Dr Sandra KAMENKOVIĆ,  
Msc Ivana RAIČEVIĆ,**

**Beogradska bankarska akademija, Beograd**

### **Rezime**

U radu se analizira ispunjenost Maastrichtskih kriterijuma konvergencije u Srbiji. Maastrichtski kriterijumi konvergencije podrazumevaju da zemlja koja ulazi u Evrozonu ima relativno nisku inflaciju, stabilnu valutu, nizak nivo budžetskog deficita, održiv javni dug i relativno niske kamatne stope. Pre ulaska u Evrozonu neophodno je biti bar dve godine u takozvanom Evropskom valutnom mehanizmu (ERM II). Analiza će pokazati koliko je Srbija daleko od ispunjenja ovih kriterijuma i koji kriterijumi su najteže dostižni.

**Ključne reči:** KRITERIJUMI KONVERGENCIJE, INFLACIJA, JAVNI DUG, FISKALNI DEFICIT, DEVIZNI KURS

### **Summary**

*This paper analyzes the fulfilment of the Maastricht convergence criteria in Serbia. Maastricht convergence criteria imply that a country that enters Eurozone has a relatively low inflation, a stable currency, low budget deficits, sustainable public debt and relatively low*

*interest rates. Before joining the Eurozone, it is necessary that county is at least two years in the so-called European Rate Mechanism (ERM II). The analysis will show how far is Serbia from meeting these criteria and which criteria is the hardest achievable.*

**Key words:** CONVERGENCE CRITERIA, INFLATION, PUBLIC DEBT, FISCAL DEFICIT, EXCHANGE RATE

### UVOD

Republika Srbija je u martu 2012. godine postala zvanični kandidat za ulazak u Evropsku uniju. Značajan broj uslova koje je potrebno ispuniti u cilju pristupanja evropskoj porodici uključuje i one koji se odnose na ekonomsku politiku i dugoročnu makroekonomsku stabilnost. Mاستrihtskim sporazumom iz 1992. godine, jasno su definisani ciljevi Evropske unije i postavljeni kvantitativni monetarni okviri unutar kojih je dozvoljeno kretanje svih zemalja članica Unije. Istim ugovorom su precizno definisani kriterijumi koje je potrebno ispuniti kako bi zemlja kandidat postala punopravna članica Unije.

Ispunjavanje kriterijuma konvergencije, odnosno Mاستriht kriterijuma ne predstavlja uslov za punopravno članstvo u Evropskoj uniji, već za uvođenje evra kao nacionalne valute. Većini zemalja ispunjavanje kriterijuma predstavlja naredni strateški cilj. Brojne analize su ukazale da je najveći problem zemalja koje žele u Evrozonu zapravo visoka inflacija i visok budžetski deficit.

Problemom ispunjenja Mاستriht kriterijuma u Srbiji bavilo se nekoliko autora. Nikolić (2011) je zaključio da Srbija praktično ne ispunjava kvantifikovane ciljeve, odnosno kriterijume kon-

vergencije. Pored toga zemlja mora prvo postati članica EU, a pre ulaska u Evrozonu treba da bude i u takozvanom Evropskom valutnom mehanizmu. Dinar je nestabilan i ranjiv, inflacija vrlo visoka, kamatne stope dvocifrene, fiskalni deficit je relativno visok. Dodatan problem je što kada se jednom uspe zadovoljiti paket Mاستrihtskih kriterijuma i kada se uvede evro, neophodno je permanentno ispunjavati kriterijume i time osigurati konkurentnost domaće ekonomije u EU.

Prema analizi (Jovancai, Stakić, Gnjatović, 2012) vodeći problem u vođenju održive makroekonomske politike zapravo predstavlja fiskalni deficit Srbije usled nepovoljnijih izvora zaduživanja, koji predstavlja glavni pokretač rasta javnog duga. Problem fiskalnog deficita u 2012. godini i narednim godinama poprima alarmantne razmere koji usled loših makroekonomskih pokazatelja mogu dovesti zemlju u nemogućnost servisiranja sopstvenih obaveza i krizu javnog duga. Poboljšanje svih pomenutih fiskalnih elemenata prevashodno mora imati za cilj unapređenje efikasnosti domaće privrede, smanjenje nezaposlenosti i stabilnost domaće valute. Analiza dosadašnjih fiskalnih kretanja u Srbiji, ali i projekcije tih kretanja, pokazuju u kojoj

je meri Srbija daleko od ispunjavanja Mاستrihtskih kriterijuma.

Analizom makroekonomskih pokazatelja i ukupne ekonomske situacije u zemlji, dolazi se do jasnog zaključka da Srbija u ovom trenutku ne ispunjava uslove predviđene ugovorom iz Mاستrihta na šta je uticao značajan broj, kako internih, tako i eksternih faktora, uključujući značajne iznose nasleđenih kreditnih obaveza, nedostatak odlučnosti u sprovođenju bolnih, ali potrebnih, ekonomskih mera kao i efekti finansijske krize iz 2008. godine. Ukoliko se svemu navedenom dodaju i burne i česte političke promene i nizak nivo proizvodnje, jasno je da Srbija ima još dosta toga da uradi kako bi ispunila sve uslove i pristupila Uniji.

### 1. MASTRIHTSKI KRITERIJUMI

Ideja o formiranju Evropske monetarne unije (EMU) proizašla je iz stava da monetarno integrisanje ima značajne ekonomske prednosti. Time se značajno smanjuju transakcioni troškovi, postoji veća cenovna transparentnost, kao i veća monetarna stabilnost. Slikovit primer je analiza komisije Evropske unije koja je procenila dobitke od eliminisanja transakcionih troškova između 13 i 20 milijardi evra godišnje, za razliku od troškova uvođenja jedinstvene valute za zemlje članice koji su iznosili oko 20 milijardi evra. Osnovnim ciljem formiranja EMU, kao i Evropske centralne banke, smatra se uspostavljanje jedinstvene monetarne politike i očuvanje stabilnosti cena na prostoru čitave Evropske unije.

Pitanje uspešnosti monetarnog integrisanja u ekonomskoj teoriji, anali-

zira se kroz Mundellovu teoriju optimalnog valutnog područja, koja definiše uslove pod kojima monetarna unija može biti održiva. Ona takođe definiše opseg u okviru koga je optimalno imati sistem fiksnog deviznog kursa sa obezbeđenom konvertibilnošću valuta. Mundell smatra da ukoliko postoji mobilnost ekonomskih resursa, odnosno fleksibilnost nominalnih zarada i mobilnost kapitala i rada, troškovi ulaska u monetarnu uniju neće biti visoki. Međutim, ono što je problematično je što zemlje koje su skoro izašle iz tranzicije, nemaju efikasan način za borbu protiv ovih šokova. Nadnice su rigidne, tokovi privatnog kapitala spori, a integracija tržišta rada nije momentalna imajući u vidu razlike u tehnologiji, praksi i radnim navikama.

Ono što se uvidelo kao potencijalni problem ovakvog vida integracije je različitost država koje bi trebalo da formiraju tu uniju, kako po ekonomskom, tako i po institucionalnom i političkom poreklu, što može negativno uticati na efikasnost integracije. Dodatno, otežavajuću okolnost predstavlja činjenica da monetarna unija, nije bila praćena fiskalnom unijom, tačnije zajedničkim budžetom.

Najveće probleme u EMU predstavlja odsustvo efikasne koordinacije fiskalnih politika, jer su upravo fiskalni kriterijumi, u vezi sa javnim dugom i deficitom budžeta izazvali najviše problema u realizaciji. Članom 104c Mاستrihtskog sporazuma nisu precizno definisane mere u slučaju prekoračenja fiskalnih kriterijuma.

Usled pomenutih razlika, a sa idejom da se omogući uspešna integracija, Evropski monetarni sistem dobio je obavezu da prati kriterijume konvergencije država kao uslov za njihov ulazak u EMU. Ekonomska konvergencija podrazumeva proces ubrzanog društvenog razvoja, čiji je rezultat ujednačavanje vrednosti ekonomskih varijabli među zemljama članicama. Dodatno treba napraviti razliku između nominalne i realne konvergencije. Nominalna konvergencija podrazumeva ispunjavanje kvantitativno definisanih kriterijuma propisanih Mاستrihtskim ugovorom o spremnosti zemlje članice za ulazak u Evrozonu. Ovaj rad će tretirati ispunjenost ovih kriterijuma, odnosno koliko makroekonomske performanse Srbije zadovoljavaju kriterijume ugovora iz Mاستrihta.

S druge strane, realna konvergencija, podrazumeva smanjivanje razlika u nivou razvijenosti zemalja članica. To se odnosi na ujednačenost u nivou BDP-a po stanovniku, nivou nominalnih nadnica, ravnoteži realnog deviznog kursa, kao i sličnosti nivoa cena i odnosa cena inostranih i domaćih dobara. Bjorksen (2001) definiše realnu konvergenciju kao smanjivanje razlika u produktivnosti i nivou cena između zemalja. Kovalski (2003) pod realnom konvergencijom podrazumeva sličnost realnih struktura i poslovnih ciklusa u zemljama koje uvode zajedničku valutu, a u smislu konvergencije produktivnosti i povećanja životnog standarda merene smanjenjem razlika u BDP-u po stanovniku.

Prema ugovoru iz Mاستrihta, zemlje članice ekonomske i monetarne unije trebalo bi da zadovolje sledeće nominalne kriterijume:

1. cenovna stabilnost, tj. prosečna stopa inflacije koja ne prelazi 1,5 procentnih poena iznad prosečne inflacije tri članice sa najmanjom stopom inflacije. Članice EU koje imaju stopu inflacije značajno ispod uporedivih u drugim zemljama članicama ne uzimaju se u obzir prilikom računanja referentne vrednosti, naročito ako su stope izazvane vanrednim faktorima,<sup>1</sup>
2. visina budžetskog deficita ne sme biti viša od 3% bruto društvenog proizvoda,
3. javni dug ne sme premašiti 60% bruto društvenog proizvoda,
4. zemlja članica mora da ima stabilan devizni kurs i učešće u mehanizmu ERM II. Kriterijum podrazumeva kretanje u granicama dozvoljenih fluktuacija koje iznose  $\pm 2,25\%$ . Takođe, od izuzetne je važnosti da zemlja nije devalvirala svoju valutu u poslednje dve godine u cilju poboljšanja konkurentnosti svoje ekonomije,
5. dugoročna kamatna stopa – prosečna nominalna dugoročna kamatna stopa – ne sme da prelazi 2% iznad proseka tri najuspešnije zemlje članice. Kamatne stope koje se uzimaju u obzir su kamatne stope na dugoročne državne obveznice ili uporedive hartije od vrednosti.

---

<sup>1</sup> „Convergence Report (May 2010)“ (PDF). ECB. May 2010. (18. novembar 2012. godine)

Evropska centralna banka izdaje svake dve godine izveštaj u kome analizira koliko su zemlje članice uspešne u ispunjavanju kriterijuma. Prvi takav izveštaj publikovan je u novembru 1996. godine i u tom momentu su samo tri (Danska, Luksemburg i Irska) od ukupno 15 članica EU u potpunosti ispunjavale kriterijume. Tada je i odlučeno da se uvođenje evra odloži za dve godine što je i učinjeno 1. januara 1999. godine. U martu 1998. godine je ponovo rađen izveštaj o ispunjenju kriterijuma zemalja i tada je 11 od 12 zemalja koje su težile EU ispunjavale kriterijume. Poslednji izveštaj o ispunjavanju kriterijuma konvergencije urađen je u maju 2012. godine i odnosi se na period od aprila 2011. do marta 2012. godine. U njemu nijedna zemlja kandidat za članstvo u EU nije ispunjavala sve kriterijume konvergencije.

Aktuelnost teme ispunjavanja uslova za ekonomsko i monetarno integrisanje tranzicionih zemalja u EU posebno dobija na značaju pojavom i zaoštavanjem ekonomske i dužničke krize u Evropi i svetu. Razvojem i proširenjem Evropske unije dolazi i do neravnomernog rasta makroekonomskih pokazatelja zemalja članica, što aktuelizuje pitanje korisnosti integracije i vođenja zajedničke politike i opravdanosti monetarne integracije. Tokom 2009. godine Međunarodni monetarni fond je sugerisao da bi u svetlu globalne finansijske krize trebalo razmotriti mogućnost da se zemljama koje su kandidati, a ne ispunjavaju svih pet kriterijuma, da opcija

da delimično usvoje evro, što bi praktično značilo da smeju da uvedu evro kao valutu, ali da ne mogu dobiti članstvo u Evropskoj centralnoj banci sve dok ne ispune sve kriterijume konvergencije. Međutim, ova sugestija još uvek nije prihvaćena.

Ukoliko posmatramo sumarno efekat koji ulazak u monetarnu uniju ima kako za zemlju koja ulazi tako i za članice koje su već u njoj, teško je reći da je on isključivo pozitivan ili negativan. Da li će efekat biti pozitivan ili negativan zavisi od individualnih performansi države. U trenutnim okolnostima krize, da li će kriza u jednoj zemlji članici imati isti efekat na EMU kao i kriza u drugoj zemlji članici zavisi od udela te države u veličini i ekonomskoj snazi EMU. Primera radi, ukoliko Kipar probije definisane kriterijume i preti da ugrozi makroekonomsku stabilnost EMU dovoljna je intervencija Nemačke koja je značajno jača kako EMU ne bi bila ugrožena. Ono što može biti problem je situacija kada bi Nemačka bila ugrožena, jer je pitanje da li bi sve ostale članice zajedno uspele da im pomognu. Zato prilikom analize prednosti i nedostataka ulaska u monetarnu uniju posebno treba obratiti pažnju na države sa najvećim učešćem u BDP-u monetarne unije, jer su one osnovni katalizator prednosti i potencijalni katalizator neuspeha za sve ostale države članice.



## FINANSIJE

**Tabela 1:** Ispunjenost kriterijuma prema izveštaju iz 2012.godine  
(period april 2011- mart 2012.godine) za odabrane zemlje

Država	Kriterijumi konvergencije				
	Stopa inflacije <sup>2</sup>	Visina budžetskog deficita	Javni dug/BDP	ERM II članstvo	Dugoročna kamatna stopa <sup>3</sup>
Referentne vrednosti	Maksimum 2,5% <sup>45</sup>	Maksimum 3.0% <sup>6</sup>	Maksimum 60% <sup>7</sup>	Minimum 2 godine	Maksimum 4,81% <sup>8</sup>
Zemlje članice EU (van eurozone)					
Bugarska	2,5%	0,8%	18,5%	Ne	4,03%
Hrvatska	4,0%	4,6% <sup>9</sup>	53,6%	Ne	5,73%
Kandidati za članstvo u EU					
Makedonija	3,6%	3,8%	31,0%	Ne	Nema
Crna Gora	4,1%	4,0%	52,0%	Ne	Nema
Srbija	7,3%	6,4%	59,2%	Ne	Nema
Turska	8,2%	1,9%	36,3%	Ne	7,90%
Potencijalni kandidati za članstvo u EU					
Albanija	2,0% <sup>10</sup>	3,5%	63,8%	Ne	Nema
Bosna i Hercegovina	2,2%	2,8%	43,7%	Ne	Nema

*Napomena:* Zatamnjena polja označavaju kriterijume koji nisu ispunjeni

U tabeli je dat uporedni pregled po kriterijumima konvergencije za tri grupe zemalja:

1. zemlje iz okruženja, koje su već članice Evropske unije, ali su van Eurozone, poput Bugarske i Hrvatske

<sup>2</sup> „HICP (2005=100): Mesečni podaci (prosečna stopa promene za 12 meseci)“. Eurostat. 16. august 2012. (06. septembar 2012. godine)

<sup>3</sup> „Long-term interest rate statistics for EU Member States (monthly data for the average of the past year)“. Eurostat. (18. decembar 2012. godine)

<sup>4</sup> Referentna vrednost za stopu inflacije i dugoročne kamatne stope je računata prema principu kalkulacije koji se navodi u Izveštaju o konvergenciji iz 2012. godine sa dodatkom procenjenih podataka za period april 2012 - mart 2013. godine.

<sup>5</sup> Zemlje sa najboljim performansama u domenu stope inflacije su Grčka (0.614%), Švedska (0.843%) i Letonija (1.567%), bez ekstremnih vrednosti.

<sup>6</sup> „Government deficit/surplus data“. Eurostat. 22 April 2013. (22. april 2013. godine)

<sup>7</sup> „Government debt data“. Eurostat. 22. april 2013. (22. april 2013. godine)

<sup>8</sup> S obzirom da je imala kamatnu stopu znatno iznad prosečne u eurozoni (15,40%) ona je izuzeta iz računanja referentne vrednosti dugoročne kamatne stope, pa su za referentnu vrednost računane samo Švedska (1,61%) i Letonija (4,0%).

<sup>9</sup> „European economic forecast - Winter 2013“ (PDF). European Commission. 22. february 2013. (22. februara 2013. godine)

<sup>10</sup> „World Economic Outlook Database, October 2012“. IMF. October 2012.

2. zemlje iz okruženja, koje su kandidati za članstvo u Evropskoj uniji, poput Makedonije, Crne Gore, Turske, a gde spada i Srbija i

3. zemlje koje su potencijalni kandidati za članstvo u Evropskoj uniji, poput Albanije i Bosne i Hercegovine.

Analiza koja obuhvata period od aprila 2011. godine do marta 2012. godine, pokazuje da nijedna zemlja bez obzira na svoj status vezano za pripadnost Evropskoj uniji, ne ispunjava svih pet kriterijuma konvergencije.

Može se konstatovati da je Bugarska u najpovoljnijem položaju u smislu da osim članstva u ERM II mehanizmu ispunjava sve ostale kriterijume. S druge strane, Hrvatska, koja je takođe članica EU ispunjava samo jedan od pet kriterijuma i to onaj koji se tiče javnog duga.

S druge strane, grupa zemalja kandidata za članstvo u EU, listom nemaju dugoročnu kamatnu stopu (izuzetak je Turska) koja bi se s obzirom na metodološke zahteve smatrala referentnom. To ukazuje na visok stepen evroizacije tržišta tih zemalja i činjenicu da se banke u tim zemljama još nisu odvažile da nude proizvod kakav je dugoročni stambeni kredit u domaćoj valuti, što na neki način dodatno govori o stabilnosti valuta tih zemalja.

Analiza Hrvatske, Srbije i Crne Gore ukazuje da se problem javlja u sferi upravljanja fiskalnom politikom, dok je za Srbiju još izraženiji problem u domenu monetarne politike, gde ima najvišu stopu inflacije u regionu.

## 2. ISPUNJENOST KRITERIJUMA KONVERGENCIJE U SRBIJI

Privreda u Srbiji počela je polako da se oporavlja od pada koji je bio primetan u 2012. godini, do kojeg je došlo usled sporih promena, restrukturiranja i novog talasa krize koja se pojavila kao dužnička kriza nekih zemalja Evrozone. U prvom kvartalu 2013. godine makroekonomska kretanja su obeležila blagi privredni rast, obeležen sporijim rastom cena, realnim padom zarada i ubrzavanjem rasta izvoza. U nastavku teksta će biti više reči o svakom od pomenutih kriterijuma i stepenu njihove ispunjenosti u ovom trenutku kada je u pitanju Srbija.

### Inflacija

Jedan od osnova ekonomskih reformi u toku dosadašnjeg perioda tranzicije čini stabilizaciona politika, koja je fokusirana na smanjenje inflacije. Na osnovu Memoranduma Narodne banke Srbije, izvršni odbor utvrđuje ciljanu stopu ukupne inflacije, na osnovu potrošačke korpe i indeksa CPI.

U 2011. godini rast potrošačkih cena iznosio je 7%. Ukupna inflacija u 2012. godini, iznosila je 12,2% i to predstavlja rekordnu godišnju stopu inflacije u poslednjih pet godina od kako se prati indeks potrošačkih cena. Inflacija se nalazi visoko iznad gornje granice ciljanog koridora NBS koji je na kraju 2012. godine iznosio 2,5%-5,5%. Razlog visoke stope inflacije u 2012. godini pripisuje se poskupljenju cena hrane, koja se može objasniti smanjenom ponudom poljoprivrednih proizvoda zbog snažne suše. U četvrtom kvartalu 2012. godine, a posebno pred kraj godine dolazi do pa-

da cena hrane što je doprinelo i zaustavljanju inflacije pred kraj godine. Više od polovine inflacije u četvrtom kvartalu posledica je porasta noseće inflacije, koja je delom posledica povećanja stope PDV-a u oktobru mesecu.

Putanja ciljanih stopa inflacije do 2012. godine usklađena je sa potrebom postizanja srednjoročne stabilnosti cena, kako bi Srbija u srednjem roku konvergirala ka nivou cena i dohotka EU koja iznosi 2-4% na godišnjem nivou. I pored toga što je smatrano da će sredinom 2012. godine inflacija ući u postavljeni okvir, to se nije desilo.

Tokom prvog kvartala 2013. godine međugodišnja stopa inflacije nastavlja da raste i NBS suočena sa visokom stopom inflacije nastavlja da diže referent-

većanje stope PDV-a i korekcije akciza.

Ono što je osnovna posledica visoke inflacije, u slučaju uvođenja evra je činjenica da bi tokom godina njen realni efektivni kurs aprecirao, što bi značajno umanjilo konkurentnost njene privrede. Analogno, to bi imalo uticaja na njen platni bilans i konačno na rast spoljnog duga. Visok budžetski deficit povećava javni dug, odnosno povećavaju se budžetska sredstva neophodna za njegovo finansiranje. Dalja posledica je efekat istiskivanja privatnih investicija, jer bi država morala pojačano da se zadužuje na finansijskom tržištu. Dodatno, došlo bi do rasta prinosa na državne obveznice, a time i do opšteg rasta kamatnih stopa, što bi se negativno odrazilo na kreditnu i privrednu aktivnost.

**Tabela 2:** Inflacija u Srbiji u periodu 2005-2012.

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	I 2013
Potrošačke cene (u % u odnosu na isti mesec prethodne godine)	17,7	6,6	11,0	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	11,2

*Izvor:* Narodna banka Srbije

nu kamatnu stopu koja trenutno iznosi 11,75%. Volatilnost inflacije je u najvećoj meri posledica kretanja cena hrane, jer su cene hrane u 2013. godini delovale deflaciono, dok su inflatorni pritisci potekli po osnovu regulisanih cena. Ključni deflacioni faktori su još uvek niski troškovi u proizvodnji hrane i niska agregatna tražnja, dok će u suprotnom smeru delovati najverovatniji rast cena voća i povrća sa dolaskom nove poljoprivredne sezone, a jednokratni efekat će imati i nedavno po-

### **Budžetski deficit**

Deficit u 2012. godini je iznad nivoa ostvarenog u postkriznim godinama (2009, 2010 i 2011), a koji je bio rezultat fiskalne ekspanzije. Deficit u 2012. godini od 217 milijardi dinara, što čini (6,6% BDP-a) bio je u skladu sa rebalansom budžeta za 2012. godinu, iako su javni prihodi i rashodi bili znatno manji od plana. Krajem 2012. godine desile su se značajne promene u akciznoj politici i sistemu naplate PDV-a što se moglo odraziti na prome-

## FINANSIJE

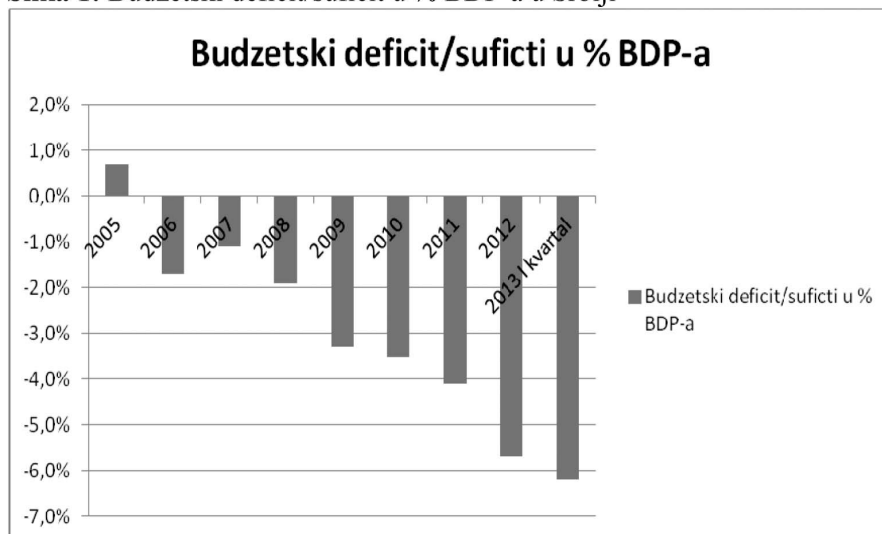
nu ponašanja učesnika na tržištu. Javni prihodi u 2012. godini su precenjeni usled nešto viših ocena prihoda od PDV-a i doprinosa za obavezno socijalno osiguranje. Zbog rebalansiranja privrede, odnosno pada poreske izdašne lične potrošnje došlo je i do pada prihoda od PDV-a.

Prema nacrtu Izveštaja o fiskalnoj strategiji navedeno je da će razvoj privrede Srbije u narednim godinama biti zasnovan na povećanju investicija i na rastu proizvodnje namenjene izvozu, koje će doprineti padu PDV-a. Po najznačajnijim stavkama javnih rashoda konsolidovanog budžeta, tri najveće stavke su: penzije, rashodi za zaposlene i kupovina robe i usluga. Znatno smanjenje fiskalnog deficita u narednim godinama predstavlja veliki izazov, ali je

neminovno jer bi se u protivnom javni dug verovatno otrgao kontroli, čime bi bila ugrožena makroekonomska stabilnost. Očekivano rebalansiranje bi dovelo do većeg pada prihoda u odnosu na BDP od planiranog.

Kada je reč o proceni deficita za 2013. godinu, smatra se da će biti veći od 200 mlrd. dinara, odnosno 5,5% BDP-a iako je bilo planirano 3,3% BDP-a. Prema zaključcima sa sastanka posete MMF-a, utvrđeno je da je neophodna opipljiva konsolidacija, gde se preporučuje da se razmotri dodatno smanjenje potrošnje pre konačnog usvajanja rebalansa budžeta. Takođe je potrebno da se usvoji realan i jasan program fiskalne konsolidacije radi smanjenja javnog duga ispod 45% BDP-a u skladu sa odredbama Zakona o budžetskom sistemu.

**Slika 1:** Budžetski deficit/suficit u % BDP-a u Srbiji



Izvor: Grafikon su izradili autori na osnovu podataka NBS

## FINANSIJE

**Tabela 3: Budžetski deficit u Srbiji u periodu 2005-2012.godina**

	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	I 2013.
Realni rast BDP-a (u %) <sup>1)</sup>	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1,0	1,6	-1,5	3,0
Devizne rezerve NBS (u mln evra)	4.921	9.020	9.634	8.162	10.602	10.002	12.058	10.914	11.844
Republički budžetski deficit/suficit (u % BDP-a) <sup>6)</sup>	0,7	-1,7	-1,1	-1,9	-3,3	-3,5	-4,1	-5,7	-6,2

Izvor: Narodna banka Srbije

### Javni dug

Prema podacima Ministarstva finansija i privrede, ukupan javni dug 2012. godine je iznosio 17,7 milijardi eura (oko 60,0% BDP-a). Rast javnog duga u 2012. godini posledica je direktnog zaduživanja države radi finansiranja tekućeg i budućeg fiskalnog deficita i otplate obaveza koje dospevaju u narednom periodu. Kada je deficit visok, zaduživanje države u inostranstvu podrazumeva i jedan način finansiranja deficita tekućeg računa platnog bilansa, dok je priliv kapitala iz inostranstva po drugim osnovama usporen.

Analiza Fiskalnog saveta ukazuje na to da je za ograničavanje rasta javnog duga od važnog značaja smanjivanje fiskalnog deficita u skladu sa fiskalnim pravilima. U poređenju sa 2010. godinom znatno je smanjen iznos kratkoročnog zaduživanja bankarskog sektora, što je signal o smanjenoj ranjivosti i do broj likvidnosti.

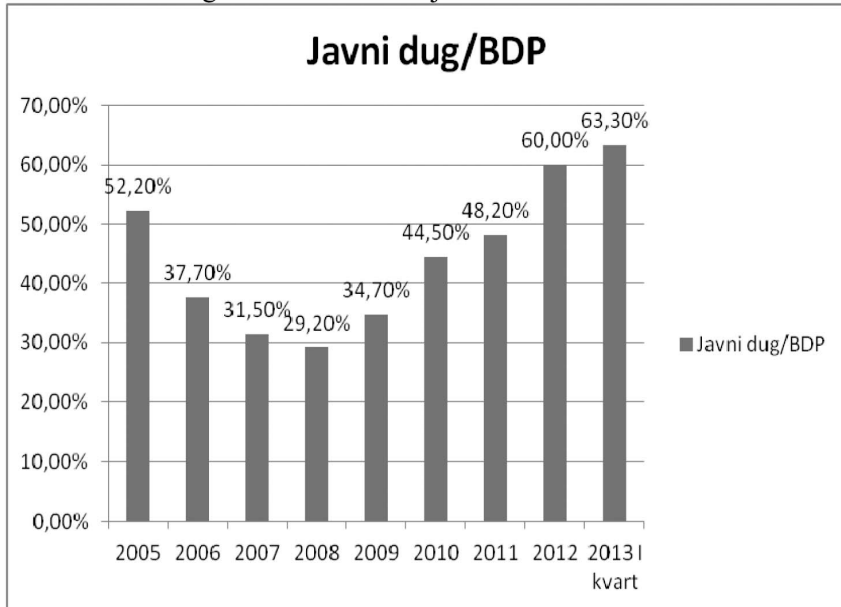
Tokom 2012. godine rast spoljne zaduženosti zemlje u najvećoj meri dužuje se rastu spoljnog duga javnog sektora, što čini 89%, a rast spoljnog duga privatnog sektora iznosi 11%, jer su je banke razdužile i po osnovu dugoročnih kredi-

ta. Bitno je spomenuti da je čak polovinom 2012. godine u centru pažnje bio rast javnog duga i potencijalna opasnost od bankrota države. Rizik za Srbiju se može ispoljiti i u slučaju naglog usporavanja priliva stranog kapitala, jer bi tada bilo teško da se u dužem periodu iz deviznih rezervi servisiraju dospele obaveze po osnovu servisiranja spoljnog duga.

Ukoliko posmatramo valutnu strukturu evro čini 51%, dolar 23%, a u dinarima je zastupljeno 19% ukupnog javnog duga Srbije. Unutrašnji javni dug čini 40,6%, dok spoljni javni dug čini 59,4%.

Prema podacima NBS ukupan spoljni dug na kraju oktobra 2013. godine je iznosio 25.500 miliona evra, a ukoliko se poredi u odnosu na 2012. godinu, smanjen je za iznos od 218 miliona evra. Jednu od opasnosti predstavlja i kršenje fiskalnih pravila odnosno trend rasta javnog duga i BDP-a, jer bi tada rasli i troškovi servisiranja javnog duga, a i postoji rizik da će rasti izdate garancije na zaduživanje javnih preduzeća. Prema projekcijama, u narednim godinama prikazano je da će javni dug u odnosu na BDP nastaviti da raste do 2013. godine, a nakon toga bi polako počeo da smanjuje svoje učešće u BDP-u, i u ovom sluča-

Slika 2: Javni dug u % BDP-a u Srbiji



Izvor: Grafikon su izradili autori na osnovu podataka NBS

ju javni dug bi bio pod kontrolom i tada ne bi premašio granicu koja je definisana fiskalnim pravilima od 45% BDP-a.

### Devizni kurs

Prema kriterijumu Mاستrihtskog sporazuma, jedan od uslova za pristup evropskom valutnom mehanizmu, jeste i stabilnost nacionalne valute. Prema odredbama sporazuma, volatilnost domicilne valute u odnosu na evro ne sme prelaziti nivo od  $\pm 2.25\%$  u roku ne manjem od dve godine. Pre tog roka, vrednost domicilne valute ne sme odstupati više od 15% od vrednosti evra nagore ili nadole. Godinama unazad, kao osnovni cilj NBS ističe se održavanje niskog nivoa inflacije. U cilju realizacije navedenog cilja, neophodno je bilo definisati i

prirodu deviznog kursa, odnosno mehanizam za njegovo upravljanje. Imajući u vidu višedecenijsku recesiju i opadanje privredne aktivnosti, NBS je bila prinuđena da kreira politiku fluktuirajućeg deviznog kursa, kao najboljeg načina da u datom trenutku postigne svoj prioritarni cilj odnosno zaustavljanje inflacije.

Ukoliko posmatramo kretanje dinara prema evru, primetno je konstantno slabljenje prema evru. NBS pokušava intervencijama da ublaži deprecijaciju dinara. Deprecijaciji dinara doprineo je i snažan rast fiskalnog deficita u prva četiri meseca 2012. godine, a u skladu s tim povećana je potreba za finansiranjem deficita i amortizacije javnog duga. Posledica prethodnog je i da se stvara nesigurnost kod nekih stranih investitora koji

## FINANSIJE

odustaju od daljeg investiranja u državne hartije od vrednosti i kupuju evre čime stvaraju deprecijacijski pritisak.

Nakon apreciranja vrednosti dinara u odnosu na euro tokom 2011. godine kada je krajem 2010. godine evro vredno 105,5 dinara, a krajem 2011. godine 104,64 dinara, bila je zabeležena prodaja lukrativnih hartija od vrednosti i neodgovorna fiskalna politika, što je dovelo do gubljenja vrednosti domaće valute, te je u avgustu jedan evro vredno 118,45 dinara. Međutim, od tada pa do kraja 2012. godine RSD počinje da se stabilizuje i da jača usled pooštavanja restriktivnog kursa. Tada je приметно povećanje referentne kamatne stope koja je i u martu 2013. godine iznosila 11,75%. Povećana je i tražnja za domaćom valutom usled povećanja dinarskog dela devizne obavezne rezerve i odobravanja subvencionisanih kredita.

U odnosu na stanje iz decembra 2012. godine domaća valuta je aprecirala za 1,5% nominalno, a u realnom iznosu za 2,6%. Nominalni i realni kurs

dinara prema evru su tokom 2012. godine značajno varirali. Ovakvo kretanje kursa odražava nedoslednost u vođenju makroekonomske politike, veliku osetljivost privrede na spoljne šokove, ali i generiše dodatnu nestabilnost za privredu i građane.

Ove fluktuacije dinara veoma utiču na inflaciju, zatim na troškove vraćanja kredita, konkurentnost privrede ali i na imovinsku poziciju građana, preduzeća i države. Stabilnost RSD i postojeća vrednost primarno zavisi i od mera NBS i nekih odluka vlade, kao što je odobravanje subvencionih kredita. Kasnije se postavlja i pitanje da li je poželjnije uvođenje fiksnog kursa dinara ili je fleksibilan kurs poželjniji. Ukoliko je politika kursa dobro pripremljena i usklađena sa drugim makroekonomskim politikama, a prvenstveno sa monetarnom, fiskalnom i politikom plata i jedna i druga politika kursa može da generiše dobre rezultate.

Rezultati upravljanja deviznim kursom u prethodnih pet godina ne mogu

**Tabela 4: Kretanje deviznog kursa u Srbiji**

	Vrednost EUR u odnosu na RSD
<b>2010. godina</b>	
Decembar	105,50
<b>2011. godina</b>	
Decembar	104,64
<b>2012. godina</b>	
Decembar	113,72
<b>2013. godina</b>	
Januar	111,60
Februar	111,52
Mart	111,96

Izvor: Narodna banka Srbije

se okarakterisati kao zadovoljavajući. Vrednost domicilne valute je u navedenom periodu opala za više od 30% u odnosu na evro, čime uslov iz Mastrohtskog sporazuma nije ispunjen. Dodatni problem jeste u činjenici da trenutni kurs EUR/RSD, prema rečima učesnika na tržištu, karakteriše precejniju vrednost dinara za najmanje 15%.

Potrebna je ozbiljna reformatorska ekonomska politika, a potreban je i MMF kako bi investitori pojačali svoje poverenje prema našem tržištu.

### **Dugoročne kamatne stope**

Na tržištu Republike Srbije ne postoje dinarske obveznice države izdate sa rokom dospeća od 10 godina, odnosno ne postoji kamatna stopa koja bi se s obzirom na metodološke zahteva smatrala referentnom. Čak i mali deo državnih obveznica koje postoje na domaćem tržištu su, kao posledica visokog stepena evroizacije, izdate uz valutnu klauzulu. Na osnovu analiza Narodne banke Srbije došlo se do potencijalne prosečne kamatne stope na dinarske stambene kredite u iznosu od 12,5%, ali trenutno je to samo procena pošto se banke nisu još uvek odlučile da nude ovakve kredite.

Neke zemlje poput Estonije su kao referentnu uzele kamatnu stopu na dugoročne kredite u estonskim krunama i to kredite odobrene trgovačkim društvima koja nisu u finansijskom sektoru kao i stanovništvu, sa rokom dospeća dužim od pet godina. S druge strane, kao pokazatelj u Luksemburgu koristi se korpa hartija od vrednosti koje imaju zajedno prosečno preostalo

dospeće od približno 10 godina. Treba napomenuti da te hartije od vrednosti izdaje privatna banka koja ima solidan rejting. Dakle, ova dva primera govore u prilog tome da se kao alternativa, mogu koristiti alternativne kamatne stope, do momenta dok se ne stvore uslovi da neka od postojećih kamatnih stopa bude referentna imajući u vidu metodološke zahteve.

### **ZAKLJUČAK**

Trenutno se najvažnijim strateškim ciljem Srbije smatra članstvo u Evropskoj uniji. Osim brojnih strukturnih i administrativnih prilagođavanja, neophodno je ispuniti i pet kriterijuma konvergencije. Ispunjenost kriterijuma nije uslov za članstvo u Uniji, ali je neophodno usmeriti vođenje ekonomske politike u tom pravcu. Analizom za period 2011-2012. godine, Srbija je ispunjavala samo jedan od pet kriterijuma konvergencije, a imajući vidu da su se u međuvremenu promenile okolnosti, trenutno je diskutabilno da li se ispunjava ijedan kriterijum. Inflacija je na nivou preko 12%, dakle visoka, fiskalni deficit na nivou preko 5%, javni dug po poslednjim procenama na nivou preko 60%, dinar nestabilan i ranjiv, kamatne stope su previsoke. Dakle, jasno je da je Srbija trenutno daleko od ispunjenja Mastrohtskih kriterijuma. U svetlu globalne krize, jasno je da su ciljevi teže ostvarivi čak i za zemlje sa stabilnijom ekonomijom od Srbije. Pобољшanje svih kriterijuma koristilo bi pre svega unapređenju efikasnosti domaće privrede, smanjenju nezaposlenosti i stabilnosti domaće valute.



### LITERATURA

1. Babecky J, Bulir A., Šmidkova K., (2010), Sustainable Real Exchange Rates in the New EU Member States: What did the Great Recession Change?, IMF Working Paper, June, 2010.
2. Bjorksen, N. Real Convergence in the Enlarged Euro Area: A Coming Challenge for Monetary Policy, Bank of Finland, Economics Department, 2001. Working Paper 1.
3. Furtula S. (2011), Fiskalni kriterijumi konvergencije kao potencijalni katalizator neuspjeha EU, Ekonomske teme, Niš, Broj 1: 209-225.
4. Jovancai Ana, Stakić Nikola, Gnjatović Dragana, (2012), Primena restriktivne budžetske politike u Srbiji u cilju ispunjenja Maastrichtskih kriterijuma konvergencije, Megatrend Review, Vol 9, No3, 2012: 139-152
5. Kovalski, P. Nominal and Real Convergence in Alternative Exchange Rate Regimes in Transition Countries, Implications for the EMU Accession, Center for Social and Economic Research Warsaw, 2003.
6. Michael F., Lončarek D., Curavić I., Šabić A., Kriterijumi Evropske unije sa posebnim naglaskom na ekonomske kriterijume konvergencije – Gdje je Hrvatska?, [www.hnb.hr/publikacije/pregladi/p-019.htm](http://www.hnb.hr/publikacije/pregladi/p-019.htm)
7. Mundell, A. R. A Theory of Optimum Currency Areas. The American Economic Review, Volume 51, Issue 4, 1961.
8. Nikolić Goran, (2011), Analiza stepena ispunjenosti Maastrichtskih kriterijuma konvergencije: Srbija i zemlje regiona, Finansije, Broj 1-6/2011 : 7-25.
9. Topić-Pavković Branka, (2013), Analiza stepena ispunjenosti Maastrichtskih kriterijuma konvergencije u Bosni i Hercegovini, ACTA ECONOMICA, Godina XI, broj 18: 337-362.
10. Vuković Vlastimir, Zdravković Aleksandar (2011), The Inflation and Exchange rate in the five Balkan countries from Maastricht convergence criteria prospect, Contemporary Issues in the Integration Process of Western Balkan Countries in the European Union, International Center for Promotion of Enterprises, Ljubljana, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 2011: 38-56.
11. <http://www.nbs.rs/internet/cirilica/80/index.html> (8. mart 2014. godine)
12. [http://www.nbs.rs/internet/cirilica/90/90\\_5/oi\\_11\\_2013.html](http://www.nbs.rs/internet/cirilica/90/90_5/oi_11_2013.html) (6. mart 2014. godine)
13. [http://fiskalnisavet.rs/images/izveštaji/ocena\\_2012\\_i\\_izazovi.pdf](http://fiskalnisavet.rs/images/izveštaji/ocena_2012_i_izazovi.pdf) (6. mart 2014. godine)
14. [http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/18/18\\_3/prezentacija\\_invest.pdf](http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/18/18_3/prezentacija_invest.pdf) (8. mart 2014. godine)
15. <http://www.fren.org.rs/sites/default/files/qm/QM31srpski.pdf>
16. <http://mfingov.rs/>
17. <http://webrzs.stat.gov.rs/WebSite/>

Rad primljen: 27. 9. 2014.  
UDK: 005.334:658.15(497.11) 336.761  
ID BROJ: COBISS.SR-ID 211483148 5  
Stručni rad

# ZNAČAJ RAZVOJA DERIVATNIH BERZI ZA UPRAVLJANJE RIZIKOM POSLOVANJA U SRBIJI

## *IMPORTRANCE OF DEVELOPMENT OF DERIVATIVES EXCHANGES FOR BUSINESS RISK MANAGEMENT IN THE SERBIJA*

**Mr Vlado Kovačević,**  
**Ministarstvo poljoprivrede i zaštite životne sredine, Beograd**

### **Rezime**

Cilj rada je utvrđivanje efekta koji bi razvijena derivatna berza imala na segment upravljanja rizikom privrednih subjekata u Srbiji.

Jedna od osnovnih karakteristika savremenog poslovanja je dinamičnost i povećanje stepena neizvesnosti. Kao posledica ovakvih pojava javila se potreba za razvojem trgovanja izvedenim hartijama od vrednosti na organizovanim tržištima, čime bi se poslovanje učinilo izvesnijim.

Rezultati rada pokazuju da bi razvijene derivatne berze imale povoljan i izražen uticaj na segment upravljanja rizikom u finansijskom sektoru kao i u robnom sektoru.

**Ključne reči:** DERIVATNA BERZA, FJUČERSI, OPCIJE, POSLOVNI RIZIK, HEDŽING STRATEGIJE.

## Summary

*The aim of the study was to determine the effect of developed derivative exchanges on the risk management of the businesses entities in the Serbia.*

*One of the main characteristics of modern business is dynamics, and increased degree of uncertainty. As a result of increased uncertainty, is increased need for the development of trade with derivative securities on organized markets, which would make more certain business results.*

*The study shows that the developed derivative exchanges have beneficial and pronounced impact on the segment of risk management in the financial sector as well as in the commodity sector.*

**Key words:** DERIVATIVE EXCHANGES, FUTURES, OPTIONS, BUSINESS RISK, HEDGING STRATEGIES.

### UVOD

Jedna od osnovnih karakteristika savremenog poslovanja je dinamičnost i povećanje stepena neizvesnosti u poslovanju. Cash flow preduzeća neprekidno je izložen promenama cena proizvoda i inputa, poreskih i kamatnih stopa, troškova rada, valutnih kurseva, nepovoljnom dejstvu prirodnih faktora i sl. Kao posledica ovakvih pojava javila se potreba za razvojem finansijskih instrumenata čijom primenom bi se poslovanje učinilo izvesnijim. Iz tog razloga u poslednjih četiri decenije došlo je do snažnog razvoja derivatnih tržišta koja privrednim subjektima u razvijenim tržišnim privredama omogućavaju primenu različitih hedžing strategija. Na ovaj način hedžeri mogu vršiti transfer rizika promene cena aktive na koju su kreirane izvedene hartije od vrednosti na špekulante koji prihvatanjem rizika očekuju da će ostvariti određeni profit.

Na derivatnim berzama trguje se izvedenim hartijama od vrednosti. Vrednost

izvedenih hartija od vrednosti se izvodi iz vrednosti druge aktive odakle i potiče naziv „izvedene hartije od vrednosti“ i „derivati“. Izvedene hartije od vrednosti kreirane su na veliki broj različitih vrsta aktive kao: metali, energenti, poljoprivredni proizvodi, akcije, kamatne stope, strane valute, indeksi, vremenski pokazatelji i dr. Ove hartije od vrednosti nose naziv i terminski ugovori s obzirom da se realizacija trgovanja po ovim ugovorima događa u budućem periodu.

U osnovi izvedenih hartija od vrednosti nalazi se neka druga vrsta osnovne aktive: roba, devize, kamatne stope, druge hartije od vrednosti, vremenski pokazatelji ili indeksi. Promena cene osnovne aktive utiče na kretanje cene ovih hartija. Za derivate se vezuje pojam - terminsko trgovanje koji ima niz karakteristika koje ga razlikuju od promptnog (spot, casa) trgovanja. Za razliku od promptnih poslova gde se transakcija završava odmah ili najkasnije za 2-5 dana, terminski karakter

obavljanja transakcija podrazumeva postojanje određenog roka izvršenja. Postoji i razlika u pogledu fizičke isporuke aktive koja je u podlozi terminskog ugovora i to u smislu da se kod promptnih poslova ciklus trgovine obavezno završava isporukom robe, dok terminske poslove ne mora obavezno pratiti isporuka aktive već se ugovor može izvršiti i finansijskim poravnanjem.

Izvedene hartije od vrednosti mogu se podeliti na finansijske i robne. Finansijski derivati kreirane su na: devize, kamatne stope, druge hartije od vrednosti i tržišne indekse, dok robni derivati imaju podlogu u: metalima, poljoprivrednim proizvodima, električnoj energiji, industrijskim sirovinama, nafti i zemnom gasu, rudama, gumi, robnim indeksima i sl.

Sušтина terminske trgovine sastoji se u predviđanju budućeg kretanja cena. Na jednoj strani, prodavci očekuju pad cena, dok se kupci oslanjaju na pouzdanost prognoze o rastu cena.

Osnovni instrumenti kojima se trguje na derivatnim berzama su:

- fjučers ugovori i
- opcioni ugovori.

Dalja podela izvedenih hartija od vrednosti se može izvršiti prema vrsti aktive na koju su kreirani:

- finansijske derivate kreirane na kamatne stope, valutne kurseve, akcije, indekse i sl,
- robne derivate kreirane na metale, poljoprivredne proizvode, energente, plemenite metale, vremenske uslove i sl.

Fjučersi su visokostandardizovani ugovori o kupoprodaji određene akti-

ve u budućem periodu. Fjučersi su visoko-standardizovani ugovori o kupoprodaji određene aktive u budućem periodu.

Najčešće se trguje fjučersima na:

- valute;
- akcije;
- finansijske i druge indekse;
- robu (u koje spadaju i fjučersi na poljoprivredne proizvode);
- vremenske uslove (količinu padavina, temperaturne sume i sl.).

Za funkcionisanje fjučersa neophodna je klirinška kuća koja se prema kupcu fjučersa postavlja kao prodavac, a prema prodavcu kao kupac. Klirinška kuća garantuje i za izvršenje obaveza iz fjučers ugovora. Na ovaj način neposredno poznavanje kupca i prodavca nije potrebno, tj. personalno poverenje prelazi na institucionalno.

Fjučers ugovori imaju osnovnu funkciju u pružanju mogućnosti različitim učesnicima da primene hedžing strategije, kao i u otkrivanju cene proizvoda u budućem periodu Belozertsov [2012].

Opcije se mogu definisati kao izvedene hartija od vrednosti, koje nose određeno pravo. Odnosi između ugovornih strana regulišu se opcionim sporazumom (option contract). Opcioni sporazum, u pravnom pogledu, predstavlja nepotpuni ugovor, s obzirom da jednom potpisniku daje pravo da kupi ili proda određenu vrstu aktive po unapred ugovorenoj ceni, ali ga na to ne obavezuje. Razlog za povinovanje prodavca opcije želji kupca je što prodavac opcije (writer) pri sklapanju opcionog sporazuma dobija premiju (premium) koja predstavlja cenu opcije.

Po pravilu, opcionim ugovorima važnost ističe određenog datuma u mesecu koji prethodi mesecu isticanja fjučers ugovora. Vlasnik opcije dužan je da se do tog datuma izjasni da li se odlučio da iskoristi opciju. Vlasnik opcije može do datuma isteka opcije da:

- iskoristi opciono pravo,
- proda opciono pravo trećem licu,
- ostavi opciju da istekne.

Prodavac, takođe, ima više alternativa do trenutka dok ne dobije poziv da izvrši opcioni sporazum. Može svoju poziciju zatvoriti, tako što će kupiti istovetnu opciju i to može realizovati u bilo kom momentu dok ga klirinška kuća ne obavesti da mora izvršiti preuzetu obavezu.

Početak trgovanja opcijama vezuje se za 19. vek, kada se trgovalo opcijama na neke poljoprivredne proizvode, koje su se nazivale privilegije (privileges). S obzirom na to da nije postojao garant izvršenja obaveza, u trgovini su se javile brojne mahinacije, što je uslovalo da 1936. godine Kongres SAD usvoji zabranu na trgovanje opcionim ugovorima. I nakon uvedene zabrane, u malom obimu se nastavila trgovina opcijama između dilera na berzama. Ipak, i tu su se javili isti problemi, jer i dalje nije bilo garancija koje bi obezbedile da bilo koja od ugovornih strana bezuslovno prihvati poslovni gubitak. Savremena trgovina opcijama kakvu danas poznajemo vezuje se za 1973. godinu, kada je u Čikagu osnovana prva berza opcija. Iako su ulogu opcija pojedini teoretičari ocenili kao „kockanje”, promet ovom vrstom izvedene hartije od vrednosti iz godine u godinu raste.

U osnovne elemente opcionog sporazuma ubrajaju se:

1. ugovorena cena aktive ili strajk cena (strike price), po kojoj vlasnik opcije može iskoristiti svoje pravo (kupovine ili prodaje) robe koji se nalaze u osnovi opcije,
2. premija (premium) jeste cena opcije. Premija se formira na tržištu sučeljavanjem ponude i tražnje.

Ne treba poistovećivati strajk cenu i premiju, jer strajk cena je unapred utvrđena opcionim ugovorom, dok je premija cena po kojoj se trguje opcionim ugovorom i podložna je dnevnim promenama. Bez obzira da li je pravo iz opcionog ugovora realizovano ili ne, prodavac opcije zadržava premiju.

Kod opcije koja je na gubitku ili na svome, premija je odraz samo vremenske vrednosti. U momentu dospeća opcije, premija je jednaka stvarnoj vrednosti opcije, što je razumljivo s obzirom na to da je vremenska komponenta istekla.

**Primer:** cena u maju za kupovnu opciju na pšenicu za novembar sa strajk cenom od 400 dolara po toni košta 22 dolara, dok je trenutna spot cena pšenice 350 dolara po toni. Iako je u trenutku zaključivanja posla opcija u gubitku, ovakav primer sasvim je realan, jer se zbog dugog vremenskog perioda do dospeća opcije i prognoze o slabom rodu u tekućoj godini može dogoditi da cena pšenice bude viša od 400 dolara po toni i na taj način će se na ime opcije ostvariti profit.

Postoje dva osnovna tipa opcionih ugovora:

- kupovna opcija (call option) i
- prodajna opcija (put option).

Kupovne i prodajne opcije predstavljaju odvojene ugovore, jer za svaki od ovih ugovora postoji kupac i prodavac.

Kupovna opcija predstavlja ugovor koji kupcu kupovne opcije daje pravo da kupi određenu aktivu po unapred utvrđenoj ceni do određenog datuma. Kupac kupovne opcije može ovo pravo realizovati, ali nije obavezan da to i učini. Sa druge strane, prodavac kupovne opcije mora da izvrši obavezu iz opcionog ugovora Kolb [2007].

Kupac prodajne opcije ima pravo da određenu robu, koja se nalazi u podlozi opcije, proda prodavcu prodajne opcije, ali ga opcioni ugovor na to ne obavezuje. Kao i u slučaju kupovne opcije i ovde se cena po kojoj se prodaje roba, koja je u podlozi opcionog sporazuma, unapred definiše i može se iskoristiti do tačno određenog datuma. I u ovom slučaju prodavac opcije mora izvršiti obavezu iz ugovora ukoliko kupac to zatraži.

Druga podela opcija bila bi prema vrsti aktive koja se nalazi u podlozi opcije. Prema ovom kriterijumu opcije delimo na:

- valute,
- akcije,
- finansijske i druge indekse,
- robu (u koje spadaju i opcije na poljoprivredne proizvode) i
- vremenske uslove (količinu padavina, temperaturne sume i sl.).

Danas najveći obim trgovanja beleže opcije na akcije.

Prema načinu funkcionisanja, opcije se mogu podeliti na:

- američki i
- evropski tip.

Karakteristika američkog tipa opcije je da se opciono pravo može iskoristiti bilo kog dana do isteka opcije. Evropski tip daje mogućnost korišćenja opcije samo na dan isteka Acharya [2013]. Za

preporuku je izbor evropskog tipa pri definisanju zakonskog okvira u Srbiji, s obzirom na to da je američki tip znatno složeniji od evropskog i zahteva razvojne institucionalne pretpostavke Allgood [2010]. Nazivi opcija američke i evropske ne znače da se njima trguje u SAD ili Evropi već se i američkim i evropskim tipom trguje u svetskim okvirima.

Preduslovi neophodni za funkcionisanje terminskih berzi mogu se podeliti u dve grupe:

- 1) preduslovi u vezi sa uspostavljanjem instituta terminske berze i
- 2) preduslovi u vezi sa unapređenjem opšteg poslovnog ambijenta za funkcionisanje terminske berze.

Neophodni preduslovi za uspostavljanje terminske berze su:

- sistem licenciranja i kontrole terminskih berzi i članova berzi;
- sistem kliringa i saldiranja na berzi;
- arbitraža na berzi;
- zaštitni fondovi na berzi;
- razvijen sistem izveštavanja o svim bitnim činocima koji utiču na kreiranje cena robno-berzanskih instrumenata i sl.

Preduslovi za uspostavljanje terminske berze u smislu opšteg poslovnog ambijenta su:

- siguran sistem skladištenja i isporuke robe u slučaju trgovanja robnim derivatima,
- jasno definisana poreska politika koja se odnosi na oporezivanje transakcija na berzi. neadekvatna politika oporezivanja sigurnosnih depozita i marginskih računa mogu negativno uticati na robno-berzansko poslovanje,

- tržište na kome se cena aktive formira na tržišnim principima. Često su državne kupoprodaje poljoprivrednih proizvoda iznenadne i nedovoljno transparentne, što predstavlja prepreku za razvoj standardizovanog terminskog tržišta. U slučaju EU tržišnih intervencija za poljoprivredne proizvode garantovanje minimalnih otkupnih cena negativno utiče na obim trgovanja robnim derivatima na poljoprivredne proizvode iz razloga što se smanjuje volatilnost cena poljoprivrednih proizvoda na ovaj način i samim im interes vlasnika poljoprivrednih proizvoda da koriste terminska tržišta za upravljanje rizikom cene poljoprivrednih proizvoda u budućem periodu Kovačević [2002].

Da bi se terminsko poslovanje efikasno odvijalo neophodan preduslov je postojanje klirinške kuće. Zadatak klirinških kuća je da se obezbedi izvršenje finansijskog dela trgovinske transakcije. Klirinške kuće imaju ulogu treće

ugovorne strane u robnim terminskim poslovima koja daje garanciju za izvršenje svih ugovora na terminskoj berzi. Iz tog razloga i kupci i prodavci mogu sklapati međusobno važeće ugovore na berzi isključivo putem klirinške kuće National Futures Association [2010].

### 1. UPRAVLJANJE RIZIKOM POSLOVANJA NA DERIVATNIM BERZAMA (HEDŽING STRATEGIJE)

Fjučersima se može upravljati rizikom promene kursa valute, vrednosti akcija, vrednosti finansijskih i drugih indeksa, robe, vremenskih uslova (količinu padavina, temperaturne sume i sl.).

U nastavku primer hedžing strategija sa finansijskim i robnim fjučersom.

**Primer hedžing strategija sa finansijskim fjučersom:** kompanija A se zadužila za milion \$ kratkoročno na period od tri meseca po kamatnoj stopi od *US dollar Libor* +1%. U cilju upravljanja rizikom od povećanja *US dollar Libor* i fiksiranja kamatne stope kompanija A prodaje fjučers na evrodolar po ce-

**Tabela br. 1:** Hedžing strategije sa fjučersima na kamatne stope

<i>US dollar Libor</i> na isteku fjučersa	Profit/gubitak na fjučersu	Efektivna kamatna stopa po kreditu	Kamatna stopa po kreditu + profit/gubitak na fjučersu
99	Gubitak 1% (100 poena x 25 \$ = 2500 \$)	$1\% + 1\% = 2\%$	$1\% + 2\% = 3\%$
98	0	$2\% + 1\% = 3\%$	$3\% + 0 = 3\%$
97	Profit 1% (100 poena x 25 \$ = 2500 \$)	$3\% + 1\% = 4\%$	$4\% - 1\% = 3\%$

## FINANSIJE

ni od 98 poena. mogući scenariji se mogu pratiti u tabeli 1.

U primeru iz tabele 1 se vidi da je kompanija A fiksirala varijabilnu kamatnu stopu koja je zavisila od kretanja *US dollar Libor* na fiksni iznos od 3%. U slučaju opadanja kamatne stope gubitak na fjučersu će se kompenzovati smanjenjem kamatne stope po kreditu i obrnuto dobitak na fjučersu će se kompenzovati povećanjem kamatne stope po kreditu.

**Primer hedžing strategija sa robnim fjučersom:** Proizvođač kukuruza procenjuje da će rod krajem oktobra biti najmanje 20.000 tona. Ukoliko se

pretpostavi da je cena na fjučers tržištu u novembru 325 dolara po toni kukuruza što u potpunosti odgovara proizvođaču. Iz tog razloga kontaktira svog brokera i daje nalog da terminski proda 20.000 tona kukuruza za isporuku u novembru (terminska zaštita obično se otvara za najbližu mesečnu poziciju posle predviđenog roka za stvarnu kupovinu ili prodaju poljoprivrednih proizvoda), po ceni od 325 dolara po toni. U novembru se zatvara terminski ugovor po ceni od 320 dolara po toni. Proizvođač zaista prodaje kukuruz na spot tržištu u novembru za 320 dolara po toni.

**Tabela 2.: Zauzimanje kratke hedžing pozicije (nema promene bazisa)**

Spot cena kukuruza	Terminska cena kukuruza	Kretanje bazisa
Planirana cena 325 dolara po toni	Otvora kratku poziciju za novembar (prodaje) po 325 dolara po toni	/
Novembar - cena na spot tržištu 320 dolara po toni	Zatvara poziciju na novembarskom ugovoru po ceni od 320 dolara po TONI	/
Rezultat na spot tržištu: 325-320 dolara po toni = 5 dolara po toni manje od planirane cene	Rezultat na terminskom tržištu: 325-320 = 5 dolara po toni profit	/
		<b>Krajnji rezultat</b> - željena cena 325 dolara po toni - ostvarena cena na spot tržištu 320 dolara po toni - dobit na terminskom tržištu 5 dolara po toni Ukupno ostvarena cena 325 dolara po toni



**Tabela br. 3:** Hedžing strategije sa valutnim opcijama

€/ \$ spot kurs na isteku ugovora	Krajnji kurs po kojem kompanija menja valutu
1,4	1,45
1,5	1,45
1,6	1,55 (opcija ne iskorišćena)
1,7	1,65 (opcija ne iskorišćena)

Sušтина otvaranja kratke hedžing pozicije sastoji se u tome da i ako dođe do pada cene na spot tržištu kao što je slučaj u navedenom primeru, planirana cena (325 dolara po toni) zaštićena je dobitkom na terminskom ugovoru. Pojednostavljeno se može reći da koliko god proizvođač izgubi padom cena od aprila do novembra na spot tržištu, toliko će dobiti na drugoj strani padom cena na terminskom tržištu. Hedžing strategije sa opcijama omogućavaju kupcima opcije da odustanu od opcionog ugovora što znatno umanjuje rizik hedžinga jer nema gubitka po hedžera usled nepovoljnog kretanja cene aktive. Sa druge strane kupovina opcije iziskuje plaćanje opcione premije.

U nastavku dati su primeri za hedžing strategije sa opcijom na finansijsku aktivu i opcijom na robu.

Primer hedžing strategija sa opcijama na finansijsku aktivu: SAD kompanija izvozi proizvode u EU i želi da se zaštiti od promene kursa €/ \$, stoga kupuje put valutnu opciju na iznos od milion evra sa utvrđenim kursom €/ \$ od 1,5. Mogući scenariji ove hedžing strategije mogu se pratiti u tabeli 3. Premija koju preduzeće plaća je 50.000 \$.

Pregledom tabele 3 zaključuje se da u slučajevima kada se evro menja za manje od 1,5 dolara SAD preduzeće će aktivirati opciju i obezbediti razmenu valuta po povoljnijem kursu od 1,5 umanjenom za iznos premije. U slučajevima kada se za evro dobija više od 1,5 dolara opcija će ostati neiskorišćena s obzirom da SAD kompanija može na spot tržištu zameniti evre po povoljnijem kursu, u ovom slučaju krajnji rezultat je da iznos dobijen na spot tržištu treba umanjiti za premiju koja je plaćena za neiskorišćenu opciju.

**Primer hedžing strategije sa opcijama na robu:** Preduzeće očekuje porast cene kukuruza i ima dilemu da li da u julu kupi kukuruz i da ga uskladišti do maja kada će biti potreban. Drugo rešenje bi bilo da kroz kupovinu call opcije na kukuruz pokuša da obezbedi povoljniju cenu. Iz tih razloga, poljoprivredno preduzeće kupuje call opciju sa dospećem u maju sledeće godine i utvrđenom strajk cenom od 300 dolara po toni kukuruza, plaća premiju 30 dolara po toni za ugovor veličine 100 tona. U zavisnosti od kretanja cene kukuruza moguće su sledeće situacije prikazane u tabeli 26.

**Tabela br 4.** Strategija kupovine call opcije – mogući ishodi

Cena kukuruza na spotu dolara/t	Stvarna vrednost opcije dolara/t	Profit/gubitak dolara/t	Ukupan profit/gubitak dolara/t
272	0	-30	-3.000
296	0	-30	-3.000
300	0	-30	-3.000
305	5	-25	-2.500
330	30	0	0
348	48	18	1.800

Pregledom tabele 4 zaključuje se da je prelomna tačka pri ceni kukuruza od 330 dolara po toni. Nadalje, zarada kupca opcije raste paralelno sa rastom cene kukuruza. Međutim, kupac opcije će i u rasponu cene kukuruza od 300 do 330 dolara po toni iskoristiti svoje pravo da bi smanjio gubitak po osnovu premije. Aktiviranje opcije pri ceni pšenice ispod 300 dolara nema smisao jer bi proizvelo dodatni gubitak.

## **2. PERSPEKTIVE I PREDUSLOVI RAZVOJA DERIVATNIH BERZI U SRBIJI**

U Srbiji ne postoji razvijeno trgovanje izvedenim hartijama od vrednosti, u najvećoj meri usled nedostatka odgovarajućeg pravnog okvira Zakić [2013].

Zakon o tržištu kapitala (Sl. glasnik RS, br. 31/2011) reguliše pitanja vezana za uspostavljanje standardizovanih robnih derivata, dok je spot trgovanje poljoprivrednim proizvodima prepušteno Zakonu o robnim berzama koji se nalazi u fazi nacрта. Iako postoje zakonski uslovi za trgovanje izvedenim harti-

jama od vrednosti, kao i potreba privrednih subjekata u Srbiji za upravljanjem rizikom promene valutnih kurseva, kamatnih stopa, vrednosti akcija i sl. ovo tržište nije uspostavljeno. Razlozi su pre svega što nije omogućeno uspostavljanje berzanskih klirinških kuća (in the house clearing) ili nezavisnih klirinških kuća (independent clearinghouse) koje berza angažuje za vršenje poslova kliringa i saldiranja.

U pogledu robnih derivatnih berzi očekuje se donošenje Zakona o robnim berzama koji će stvoriti mogućnost za sigurno dnevno trgovanje i uspostavljanje terminskog tržišta poljoprivrednim proizvodima. Trenutno ne postoji ni jedan element koji omogućuje trgovanje izvedenim hartijama od vrednosti poslovanje u Srbiji, što se pre svega ogleda u odsustvu tela koje kontroliše i licencira robne berze i članove robne berze Zakić [2012].

Robna berza nije izolovan sistem i pored optimalnog zakonskog regulisanja neophodno je i da se opšti uslovi poslovanja unaprede i to najznačajniji:

- uspostavljanjem sistema licenciranja i kontrole robnih berzi. Imajući u vidu veličinu tržišta poljoprivrednim proizvodima Nacrt zakona predviđa oslanjanje sistema na postojeće institucije-Komisiju za hartije od vrednosti i finansijska tržišta, koje su nosioci navedenih aktivnosti i u drugim razvijenim robno-berzanskim sistemima. Na ovaj način se pojednostavljuje robno-berzanski sistem, a ujedno je i ekonomičniji (nema osnivanja novih institucija);
- merama NBS i Ministarstva finansijska kojima bi se maksimalno pojednostavilo trgovanje stranih subjekata na srpskim robnim berzama;
- uspostavljanje efikasnog modela kliringa unutar same berze ili nezavisnih klirinških kuća;
- uspostavljanje zaštitnih mehanizama kojima bi se omogućila brzo vansudsko rešavanje sporova na berzi;
- omogućavanje trgovanja pored robnim i finansijskim derivatima kao fjučersima na kurs valuta, fjučersima na kamatne stopa i sl. Navedeno bi omogućilo da trgovac na jednom mestu obavi kompletno trgovanje koje mu je neophodno i istovremeno omogućile srpskim robnim berzama trgovanje istim instrumentima kojima se trguje i na konkurentskim berzama u regionu i svet;
- procedura dobijanja pozitivnog mišljenja od strane European Securities Market Commission

(ESMA) za Zakon o robnim berzama koje omogućuje svim trgovcima iz EU da trguju na berzama zemalja van EU.

### ZAKLJUČAK

Hedžing je jedan od najčešće korišćenih načina kontrole rizika poslovanja u zemljama sa razvijenim derivatnim berzama. Pozitivna iskustva u unapređenju segmenta upravljanja rizikom poslovanja u razvijenim zemljama proističu iz direktnog korišćenja hedžing strategija kao i usled indirektnog dejstva koje razvijena tržišta robnih derivata ispoljavaju na makroekonomsku stabilnost, pre svega uticajem na: stabilniji odnos ponude i tražnje, manji inflatorni pritisak, manje oscilacije cena, povoljniju situaciju na tržištu itd.

U Srbiji derivatno poslovanje finansijskim derivatima i robnim derivatima nije zaživelo i pored izražene potrebe privrednih subjekata za ovom vrstom organizovanog tržišta. Povoljan uticaj na razvoj derivatnih berzi bi bilo u mogućnosti uspostavljanja klirinških kuća na samim berzama ili nezavisnih klirinških kuća koje u svim razvijenim privatnim berzama u svetskim okvirima obavljaju poslove kliringa i saldiranja.

Donošenjem Zakona o robnim berzama omogućiće se uspostavljanje robnih derivatnih berzi kao i unapređenje spot robno-berzanskog trgovanja.

### LITERATURA

1. Acharya V. et al. [2012], Limits to Arbitrage and Hedging: Evidence from Commodity Markets. Journal of Financial Economics (JFE), Lon-

- don, 2013., <http://ssrn.com/abstract=1354514> (dostupno: 11.03.2013. godine).
2. Allgood C. et al. [2010], Introduction to Futures Hedging for Grain Producers, University of Kentucky - College of Agriculture, Lexington. <http://www2.ca.uky.edu/agc/pubs/aec/aec96/aec96.pdf> (dostupno: 11.06.2013.godine).
  3. An Educational Guide to Trading Futures and Options on Futures [2010], National Futures Association, Chichago, 2006., <http://www.nfa.futures.org/NFA-investor-information/publication-library/opportunity-and-risk-entire.pdf> (dostupno: 21.9.2014. godine).
  4. Belozertsov A. et al. [2012], Commodity exchange in Europe and Central Asia: A means of management of price risk, Working paper No. 5, FAO/World Bank, Rome, 2011., [www.eastagri.org/publications/pub\\_docs/Europe%20and%20Central%0Asia\\_web2.pdf](http://www.eastagri.org/publications/pub_docs/Europe%20and%20Central%0Asia_web2.pdf) (dostupno: 22.4.2013. godine).
  5. Hoag D. et al. [2010], Applied Risk Management in Agriculture / Edition 1, CRC Press Taylor & Francis Group, ISBN: 1439809739ISBN-13, Boca Raton.
  6. Kolb R. and Overdahl J. [2007], Futures, Options, and Swaps / Edition 5, Blackwell Publishing, ISBN: 1405150491ISBN-13.
  7. Kovačević V. [2002] Značaj tržišta robnih finansijskih derivata za poljoprivredna preduzeća, Magistarski rad, Ekonomski fakultet – Beograd.
  8. Zakić V. i Vasiljević Z. [2013] Uspostavljanje tržišta robnih derivata u funkciji unapređenja agrosektora u Srbiji, Ekonomski vidici, vol. 18, br 1, Beograd, str. 49-61.
  9. Zakić V. and Kovačević V., (2012): Importance of commodity derivatives for Serbian agricultural enterprises risk management, Proceedings, International Scientific Meeting - Sustainable agriculture and rural development in terms of the republic of Serbia strategic goals realization within the Danube region, Tara 6-8 December 2012, Institute of Agricultural Economics, Belgrade, p. 907-924.

Rad primljen: 20. 5. 2014.  
UDK: 336.761 005.412:334.7  
ID BROJ: COBISS.SR-ID 211484172 6  
Stručni rad

# ZNAČAJ TRŽIŠTA OBVEZNICA ZA RAZVOJ KORPORATIVNIH PREDUZEĆA U SRBIJI

## *BOND MARKET IMPORTANCE FOR DEVELOPMENT OF CORPORATIONS IN SERBIA*

**Dr Vladimir ZAKIĆ**  
Poljoprivredni fakultet

### Rezime

Razvoj korporativnih preduzeća zahteva značajna investiciona ulaganja, koja nije moguće ostvariti bez razvoja tržišta kapitala. Domaće tržište kapitala trenutno karakterišu prvenstveno nepovoljni bankarski krediti. Kao značajna alternativa bankarskim kreditima, ističe se mogućnost emisije obveznica. Tražnja za obveznicama uspešnih preduzeća postaje posebno izražena u trenutnim uslovima izuzetno niskih pasivnih kamatnih stopa, koje banke isplaćuju klijentima po osnovu korišćenja depozita. Cilj ovog rada je utvrđivanje trenutnog stanja na tržištu dužničkih hartija od vrednosti. Rezultati istraživanja ukazuju na trenutnu nerazvijenost ovog tržišta, ali i na to da se u budućnosti može očekivati određeni napredak.

**Ključne reči:** KORPORATIVNA PREDUZEĆA, KREDITIRANJE, OBVEZNICE.

### Summary

*Development of corporations require significant investments, which can not be achieved without the development of capital markets. Domestic capital market is presently characterized primarily by unfavorable bank loans. An important alternative to bank*

*loans is financing from the bond emission. Demand for the bonds of successful companies became especially pronounced in the current conditions with very low deposit rates that banks pay customers based on the use of the deposit. The aim of this study was to determine the current situation on debt securities market. The results indicate the current underdevelopment of the market, and potential for future progress in development.*

**Key words:** CORPORATIONS, LOANS, BONDS.

### UVOD

U uslovima nedovoljnih sopstvenih sredstava, skupih bankarskih kredita i ograničenih subvencionisanih kredita, kao značajna alternativa za uspešna korporativna preduzeća ističe se prikupljanje sredstava putem emitovanja obveznica.

Ovaj način zaduživanja, koji je gotovo potpuno nerazvijen u Srbiji, ima više prednosti u odnosu na komercijalne bankarske kredite: (1) mogu se prikupiti *veća novčana sredstva* iz više izvora (institucionalni investitori, banke, korporativna preduzeća, fizička lica itd.); (2) ukupan iznos pozajmljenih sredstava, kao i kreditni rizik, deli se na više poverilaca, što može podrazumevati i *nižu kamatnu stopu*; (3) obveznice mogu biti emitovane *bez hipoteke ili zaloge*, koje su obavezan uslov kod odobravanja bankarskih investicionih kredita. Takođe, kao pozitivan efekat razvoja tržišta obveznica ističe se i stvaranje konkurencije bankarskom sektoru, što dugoročno može uticati na smanjenja aktivnih bankarskih kamata.

Ekonomska kriza je imala donekle neočekivan uticaj na pasivne bankarske kamate. Tokom prve decenije 21. veka godišnje kamatne stope po osnovu oročene devizne štednje su uobičajeno

iznosile 5-8% (u promotivnim uslovima „Nedelje štednje“ su dostizale skoro 10% kod pojedinih banaka), dok su danas između 1% i 2%. Usled rizičnih uslova poslovanja i ograničenih mogućnosti za sigurno odobravanje kredita privrednim subjektima i građanima, banke trenutno nemaju interes da u značajnoj meri prikupljaju dodatna novčana sredstva putem oročenih depozita klijenata.

### 1. PRAVNA REGULATIVA TRŽIŠTA DUGOROČNIH DUŽNIČKIH HARTIJA OD VREDNOSTI U SRBIJI

Prema *Zakonu o tržištu kapitala*, „dužničke hartije od vrednosti su obveznice i drugi prenosivi sekjuritizovani instrumenti duga, izuzimajući hartije od vrednosti koje su ekvivalenti akcijama društava ili koje, ukoliko se konvertuju ili ukoliko se ostvaruju prava koja iz njih proizilaze, daju pravo sticanja akcija ili hartija od vrednosti ekvivalentnim akcijama“ (Sl. glasnik RS, br. 31/2011, član 2. stav 36).

Emitovanje i prodaja obveznica može se vršiti putem *privatnog plasmana* ili *javne ponude*. U članu 12. Zakona o tržištu kapitala definisani su uslovi

## FINANSIJE

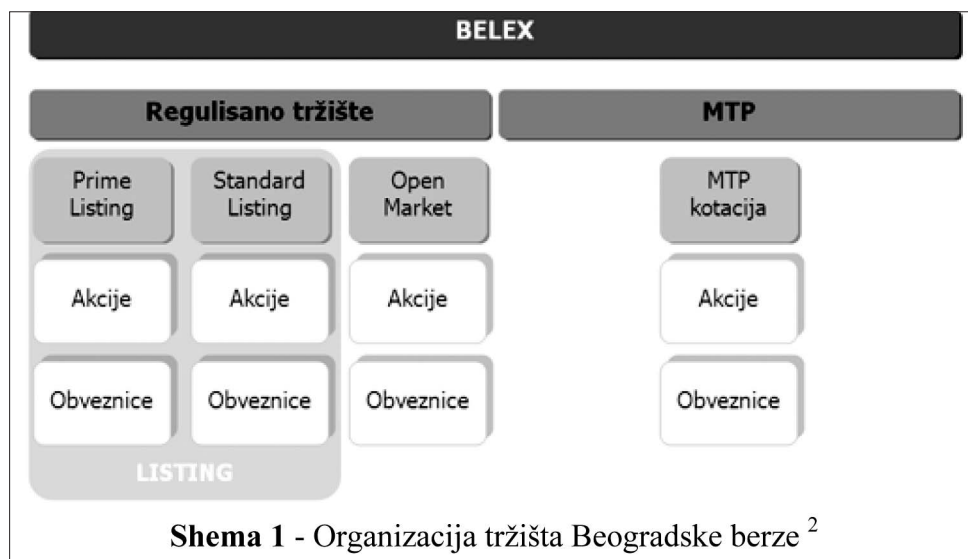
pod kojim je dozvoljen privatan plasman, odnosno mogućnost prodaje hartija od vrednosti bez obaveze objavljivanja prospekta.

Preduslov za javnu ponudu obveznica je *objavljivanje prospekta*, koji prethodno odobrava Komisija za hartije od vrednosti. U prospektu treba da budu dostupne brojne i detaljne informacije o preduzeću i emisiji obveznica koje propisuje Pravilnik Komisije za hartije od vrednosti:<sup>1</sup> podaci o izdavaocu, finansijski izveštaji, pregled poslovanja, organizaciona struktura, ključni faktori rizika, trendovi, procena dobiti, upravni, rukovodeći i nadzorni organi, vlasnička struktura – većinski akcionari, razlozi za ponudu i namena sredstava, informacije o hartija-

ma od vrednosti koje se emituju i uslovi prodaje, planovi uključenja hartija od vrednosti na sekundarno tržište itd.

Nakon okončanja emisije obveznica, od izuzetne važnosti je njihovo uključenje na sekundarno berzansko tržište, odnosno mogućnost slobodne prodaje pre roka dospeća. Trgovina hartijama od vrednosti se u Srbiji prvenstveno obavlja na Beogradskoj berzi (Shema 1), koja organizuje i upravlja:

- regulisanim tržištem, koje čine tri segmenta:
  1. Prime Listing
  2. Standard Listing
  3. Open Market.
- Multilateralnom trgovačkom platformom - MTP BELEX.



<sup>1</sup> Pravilnik o formi, minimalnom sadržaju informacija koje treba uključiti u prospekt i osnovni prospekt i oglašavanju u vezi sa prospektom, Sl. glasnik RS, br. 89/2011 i 14/2013.

<sup>2</sup> Izvor: sajt Beogradske berze <http://www.belex.rs/trzista> i hartije/organizacija trzista (dostupno 1.8.2014)

---

## FINANSIJE

Na zahtev izdavaoca, hartije od vrednosti mogu biti uključene na jedan od segmenata regulisanog tržišta (Prime Listing, Standard Listing ili Open Market). Uslovi i postupak uključanja hartija od vrednosti na listinge regulisanog tržišta, kao i druga pitanja u vezi sa listingom regulisanog tržišta, regulisani su Pravilnikom o listingu Beogradske berze.<sup>3</sup> Opšti uslovi za uključenje na Prime Listing su:

- minimalni iznos kapitala izdavaoca iznosi 20 miliona evra (računovodstvena vrednost kapitala ili tržišna kapitalizacija);
- izveštaj o reviziji godišnjeg finansijskog izveštaja sa izraženim pozitivnim mišljenjem ili mišljenjem sa rezervom;
- internet stranica izdavaoca na srpskom i engleskom jeziku.

Pored opštih uslova, za uključenje i kontinuirano kotiranje dužničke hartije od vrednosti na Prime Listing, moraju biti ispunjeni i sledeći posebni uslovi:

- da je vrednost emisije najmanje 10 miliona evra;
- da račun izdavaoca nije bio u blokadi u poslednjih 180 dana.

Opšti uslovi za uključenje na Standard Listing su:

- minimalni iznos kapitala izdavaoca iznosi četiri miliona evra (računovodstvena vrednost kapitala ili tržišna kapitalizacija);

- izveštaj o reviziji godišnjeg finansijskog izveštaja sa izraženim pozitivnim mišljenjem ili mišljenjem sa rezervom;
- internet stranica izdavaoca na srpskom i engleskom jeziku.

Pored opštih uslova, za uključenje i kontinuirano kotiranje dužničke hartije od vrednosti na Standard Listing, moraju biti ispunjeni i sledeći posebni uslovi:

- da je vrednost emisije najmanje jedan milion evra;
- da račun izdavaoca nije bio u blokadi u poslednjih 60 dana.

Hartije od vrednosti koje ne ispunjavaju uslove za uključenje na listing, odnosno po osnovu zahteva izdavaoca, uključuju se na Open Market u skladu sa Pravilima poslovanja Beogradske berze.<sup>4</sup>

Opšti uslovi za uključenje hartija od vrednosti na Open Market su:

- da nad izdavaocem nije otvoren postupak stečaja ili likvidacije;
- alternativno najmanje:
  - 300.000 evra iznos knjigovodstvene vrednosti kapitala prema finansijskim izveštajima iz poslednjeg obračunskog perioda ili iznos tržišne kapitalizacije akcija kojima se trguje na drugom segmentu regulisanog tržišta, odnosno MTP, ili
  - 15% akcija distribuirano u javnosti (free float).

---

<sup>3</sup> Pravilnik o listingu Beogradske berze, [http://www.belex.rs/files/regulativa/listing\\_2012.pdf](http://www.belex.rs/files/regulativa/listing_2012.pdf) (dostupno 1.8.2013)

<sup>4</sup> Pravila poslovanje Beogradske berze, [http://www.belex.rs/files/regulativa/pravila\\_poslovanja\\_2013.pdf](http://www.belex.rs/files/regulativa/pravila_poslovanja_2013.pdf) (dostupno 1.8.2014)



U izuzetnim slučajevima, berza može da odobri uključenje na Open Market hartije od vrednosti izdavaoca ukoliko proceni da je to u interesu izdavaoca ili investitora, vodeći računa o minimalnom iznosu kapitala, odnosno tržišne kapitalizacije i procentu akcija izdavaoca koje se nalaze u slobodnom prometu (free float).

U slučaju da hartija od vrednosti ne ispunjava uslove za uključenje ni na jedan od segmenata regulisanog tržišta, hartije od vrednosti se uključuju na Multilateralnu trgovačku platformu Beogradske berze - MTP BELEX.

Značajno je napomenuti da Zakon o tržištu kapitala predviđa i postojanje sekundarnog vanberzanskog tržišta, koje se označava skraćenicom OTC (over-the-counter). Prema članu 46 ovog zakona (stavovi 5 i 6), izdavalac dužničkih hartija od vrednosti nije u obavezi da podnese zahtev za uključenje dužničkih hartija od vrednosti na tržište hartija od vrednosti. Kada su dužničke hartije od vrednosti uključene u trgovanje na regulisano tržište, odnosno MTP, tim hartijama se može trgovati i van regulisanog tržišta, odnosno MTP u skladu sa odredbama ovog zakona.

### **2. TRGOVANJE DUŽNIČKIM HARTIJAMA OD VREDNOSTI U SRBIJI**

U zavisnosti od emitenta, domaće tržište dugoročnih dužničkih hartija od vrednosti se može klasifikovati u tri grupe:

1. državne dužničke HoV
2. municipalne dužničke HoV
3. korporativne dužničke HoV.

Zakonom o regulisanju javnog duga Savezne Republike Jugoslavije iz 2002. godine propisana je obavezna konverzija deviznih štednih uloga građana u obveznice, srazmerno visini njihove devizne štednje. Za izmirivanje obaveza prema građanima Republika Srbija je 2002. godine emitovala državne obveznice, čija poslednja serija dospeva na naplatu 2016. godine.

Tokom poslednjih godina država je prikupila značajna novčana sredstva emisijama dugoročnih obveznica, što se donekle može tumačiti potrebom pokrivanja budžetskog deficita. Primarnu prodaju državnih HoV na domaćem tržištu organizuje Uprava za javni dug Ministarstva finansija. Prodaja državnih HoV vrši se metodom aukcije po jedinstvenoj kamatnoj stopi.

Država je do sada emitovala obveznice sa rokom dospeća do sedam godina. Do kraja 2012. godine najduži rok dospeća je bio pet godina, dok su u martu 2013. godine put emitovane sedmogodišnje dinarske obveznice. Dvogodišnja obveznica s varijabilnom kamatnom stopom, koja se vezuje za promene referentne kamatne stope Narodne banke Srbije uz dodavanje fiksne stope, prvi put emitovana je u avgustu 2012. godine. Trogodišnje i petogodišnje dinarske obveznice emitovane su sa periodičnom isplatom kupona i kuponskom stopom od 10% godišnje. Počev od 2013. godine, došlo je do prelaska s polugodišnje na godišnju isplatu kupona kod kuponskih državnih obveznica emitovanih na domaćem tržištu.

Na kraju 2012. godine ukupno stanje nedospelih državnih obveznica, čiju pri-

marnu prodaju organizuje Uprava za javni dug, obračunato po nominalnoj vrednosti, iznosilo je 469,9 milijardi dinara (ne uključujući obveznice emitovane u skladu s Programom mera za očuvanje finansijske stabilnosti banaka u iznosu od 16,8 milijardi dinara), od čega dinarskih 354,5 milijardi (75%), a državnih obveznica u evrima 115,4 milijardi dinara (približno milijarda evra ili 25%). Strani investitori su najveću zainteresovanost, sa prosečnim godišnjim učešćem na primarnim aukcijama od 61,1%, pokazivali za trogodišnje dinarske državne obveznice, koje su na kraju 2012. godine u ukupnom stanju dinarskih državnih obveznica učestvovala sa 21,6%.<sup>5</sup>

Državne hartije Republike Srbije koje su bile denominovane u evrima emitovale su se isključivo sa ročnošću preko godinu dana. Na tim aukcijama najveći kupci su domaće banke, sa prosečnim učešćem od 75,8% u 2012. godini. Prosečan procenat realizacije aukcija državnih obveznica denominovani u evrima u 2012. iznosio je 78,3%. Stanje ovih obveznica se povećalo sa 0,55 milijardi evra na kraju 2011. na približno jednu milijardu evra na kraju 2012. godine.

Investitori sa najvećim učešćem na aukcijama dinarskih državnih obveznica bile su domaće banke (49,8%) i strani investitori (42,8%), dok su domaći institucionalni investitori (osiguravajuća društva, penzijski i investicioni fondovi) i fizička lica bili znatno manje zastupljeni.<sup>6</sup> Rast učešća domaćih insti-

tucionalnih investitora na primarnom tržištu državnih HoV doprineo bi smanjenju osetljivosti dela javnog duga, iz razloga što strani investitori često brže reaguju na eventualne negativne vesti iz domaćeg i međunarodnog okruženja od domaćih investitora.

Tržište municipalnih obveznica (obveznica lokalne samouprave) je u Srbiji slabo razvijeno i nelikvidno. Prema podacima Centralnog registra hartija od vrednosti iz avgusta 2013, samo dve lokalne samouprave izdale su municipalne obveznice: Grad Novi Sad i Opština Pančevo. Municipalne obveznice izdate su za poznate investitore, bez javne ponude i bile su denominovane u evrima.

Za razliku od države, koja preduzima aktivnosti u cilju emitovanja i prodaje dugoročnih dužničkih HoV, u praksi korporativnih preduzeća još uvek ne postoji značajno interesovanje za ovaj vid finansiranja. Analizirajući period do 2012. godine, može se primećiti da su dugoročne korporativne obveznice u značajnijim iznosima (preko jedan milion evra) emitovale samo NLB Banka Beograd i „Tigar“ Pirod.

U toku 2010. godine, NLB Banka je emitovala *dugoročne obveznice* sa fiksnom kamatnom stopom denominovane u evrima. To je bila prva serija ovakvih obveznica u Srbiji. Na ovaj način prikupljeno je oko 450 miliona dinara. Hartije su emitovane putem zatvorene emisije unapred poznatim kupcima – profesionalnim investitorima, među

---

<sup>5</sup> Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema - 2012, Narodna banka Srbije, objavljen jula 2013, str. 73.

<sup>6</sup> Op. cit, str. 74.

kojima su najznačajniji osiguravajuća društva i penzioni fondovi. Nominalna vrednost jedne obveznice iznosila je 100.000 dinara, sa rokom dospeća od pet godina i fiksnom kamatnom stopom od 5%. Obračun i isplata kamate se vršila šestomesečno, dok se nominalna vrednost obveznice isplaćivala po dospeću obveznice. Hartije od vrednosti su izdate sa evro valutno klauzulom i bile su kotirane na Beogradskoj berzi. U junu 2012. godine, NLB banka je donela odluku o povlačenju sa MTP tržišta Beogradske berze.<sup>7</sup>

Početak avgusta 2009. godine preduzeće „Tigar“ donelo je odluku o emisiji kratkoročnih korporativnih obveznica u ukupnoj vrednosti emisije od 95 miliona dinara za unapred poznatog investitora - Dunav osiguranje.<sup>8</sup>

U avgustu 2010. godine, „Tigar“ je realizovao *dugoročnu emisiju korporativnih obveznica* u nominalnom iznosu od 167.500.000 dinara i sa rokom dospeća od 5 godina. Kupci prve emisije dugoročnih obveznica „Tigra“ bili su domaći profesionalni investitori – Komercijalna banka, kao i osiguravajuće kuće Wiener Stadtische i Takovo osiguranje. U formi zatvorene emisije za poznate kupce izdato je 16.750 obveznica, pojedinačne nominalne vrednosti 10.000 dinara. Karakteristike ove obveznice bile su: kamatni prinos od 7,75 odsto na godišnjem nivou, kvartalna ot-

plata anuiteta koji podrazumevaju kamatu i pripadajući deo glavnice, kao i put klauzula nakon isteka prve godine. Svaka obveznica je imala 20 kupona, koje je emitent otkupljivao na osnovu evroekvivalenta u dinarima, po srednjem kursu Narodne banke Srbije, prilikom dospeća svakog kupona.

Tokom oktobra 2010. godine kompanija „Tigar“ je realizovala i drugu emisiju dugoročnih obveznica na domaćem tržištu kapitala, takođe za poznate, profesionalne investitore. Kupci druge emisije dužničkih hartija „Tigra“ su bili: KBC banka, DDOR osiguranje, Wiener Stadtische, Wiener Re osiguranje i Takovo osiguranje. Ukupan obim emisije je iznosio 83 miliona dinara čime je „Tigar“ kroz dve emisije obveznica prikupio oko 2,5 miliona evra. Uslovi druge emisije dugoročnih obveznica su bili identični uslovima iz prve emisije.

U julu 2011. realizovana je i treća emisija. Kupci obveznica bili su KBC banka, Jubmes banka, DDOR osiguranje, Takovo osiguranje i Wiener Re osiguranje. Obveznice su emitovane u obimu od 90 miliona dinara uz devizni prinos od devet odsto godišnje. Rok dospeća bio je četiri godine.<sup>9</sup>

Tokom 2012. godine dve poslovne banke, Societe Generale banka Srbija i Erste banka Novi Sad emitovale su prve dugoročne dinarske obveznice. Izdava-

---

<sup>7</sup> Izvor: sajt Beogradske berze, <http://www.belex.rs/data/2010/08/00064037.pdf> i <http://www.belex.rs/data/2012/06/00077197.doc> (dostupno 1.8.2014).

<sup>8</sup> Izvor: sajt Beogradske berze, <http://www.belex.rs/data/2009/08/00022740.pdf> (dostupno 1.8.2014).

<sup>9</sup> Svi podaci o emitovanju dugoročnih obveznica „Tigra“ su preuzeti sa njihovog sajta: <http://www.tigar.com/tigar.php?str=186&lg=sr> (dostupno 1.8.2014).

nje ovakvih obveznica, koje ne podrazumevaju valutnu klauzulu, veoma je značajno sa aspekta podrške procesu vraćanja poverenja u domaću valutu.

Societe Generale banka u maju 2012. godine prodala je svoju prvu emisiju dinarskih obveznica u iznosu od 1,7 milijardi dinara. Obveznica je izdata na period od tri godine s put opcijom. Kamata se isplaćivala tromesečno, a kamatna stopa se sastojala od fiksnog (5,25%) i varijabilnog dela zasnovanog na referentnoj kamatnoj stopi. Obveznica je u septembru 2012. godine uključena na Open Market Beogradske berze. U martu 2013. obveznica je prebačena na MTP tržište, zbog odsustva trgovanja u periodu od 180 dana.<sup>10</sup> Investitori koji su kupili obveznice Societe Generale banke dolazili su iz sektora osiguranja i dobrovoljnih penzionih fondova (ukupno osam investitora sa procentualnim učešćem u ukupnoj emisiji od 15%) i bankarskog sektora (ukupno tri investitora sa procentualnim učešćem od 85%).<sup>11</sup>

Erste banka je izdala u novembru 2012. godine dvogodišnju dinarsku obveznicu javnom ponudom preko Beogradske berze i time omogućila svim zainteresovanim domaćim i stranim investitorima učešće u primarnoj kupovini.

Prodato je obveznica u vrednosti od 1,5 milijardi dinara. Kamatna stopa je bila fiksna i iznosila je 15% na godišnjem nivou, a kamata se isplaćivala tromesečno. Obveznica je uključena na Open Market Beogradske berze od novembra 2012 godine. Najznačajniji investitori su bili iz bankarskog sektora (Komercijalna banka, Raiffeisen banka, Unicredit banka) i iz sektora osiguranja (Wiener Stadtische i Delta Generali).<sup>12</sup> U novembru 2013. godine obveznica je prebačena na MTP tržište, zbog odsustva trgovanja u periodu od 180 dana.<sup>13</sup>

Prema podacima sa sajta Centralnog registra hartija od vrednosti iz avgusta 2013. godine, u okviru dužničkih hartija od vrednosti bila su evidentirana ukupno 33 emitenta. Izuzimajući državne, municipalne i kratkoročne korporativne hartije od vrednosti, samo šest preduzeća je emitovalo dugoročne korporativne obveznice. Pored već razmatrana četiri preduzeća, još dva preduzeća u Srbiji su emitovala dugoročne korporativne obveznice: „Galeb GTE“ a. d. Beograd (2010. godine) i „Telefonija“ a. d. Beograd (2011. godine). Obe emisije su bile u formi privatnog plasmana u vrednosti od 50 miliona dinara, a kupac je bio Wiener Stadtische.<sup>14</sup>

---

<sup>10</sup> Izvor: sajt Beogradske berze, <http://www.belex.rs/data/2012/09/00079523.pdf> i <http://www.belex.rs/data/2013/03/00081499.pdf> (dostupno 1.8.2014).

<sup>11</sup> Izvor: sajt „Societe Generale Banke“, [http://www.societegenerale.rs/fileadmin/template/main/pdf/Izvestaj\\_o\\_ishodu\\_javne\\_ponude\\_duznickih\\_hartija\\_od\\_vrednosti.pdf](http://www.societegenerale.rs/fileadmin/template/main/pdf/Izvestaj_o_ishodu_javne_ponude_duznickih_hartija_od_vrednosti.pdf) (dostupno 6.8.2013).

<sup>12</sup> Izvor: sajt Beogradske berze, <http://www.belex.rs/data/2012/11/00080419.pdf> i <http://www.belex.rs/data/2012/11/00080439.pdf> (dostupno 1.8.2014).

<sup>13</sup> Izvor: sajt Beogradske berze, <http://www.belex.co.rs/data/2013/11/00086281.pdf> (dostupno 1.8.2014).

<sup>14</sup> Izvor: sajt Beogradske berze, <http://www.belex.rs/data/2010/06/00062450.doc> i <http://www.belex.rs/data/2012/05/00075496.pdf> (dostupno 14.8.2013).

Negativni pokazatelji razvoja tržišta dužničkih hartija od vrednosti mogu se najbolje ilustrovati sledećim podacima (iz septembra 2014. godine):

- prema podacima sa sajta Centralnog registra hartija od vrednosti, evidentirano je samo 27 emitenata dužničkih hartija od vrednosti.
- na Beogradskoj berzi se u ponudi nalaze samo obveznice Erste banke i Societe General banke (MTP tržište), uz višemesečno potpuno odsustvo trgovanja.

Iskustva razvijenih zemalja ukazuju na to da je dugoročan razvoj tržišta obveznica prvenstveno determinisan plasmanima institucionalnih investitora: osiguravajućih društava, penzionih fondova i investicionih fondova. Takođe, i u Srbiji na strani tražnje za obveznicama prvenstveno se nalaze institucionalni investitori, a posebno osiguravajuća društva, kojima to dozvoljava relativno fleksibilnija zakonska regulativa.<sup>15</sup> Međutim, čak i osiguravajuća društva bila su zainteresovana uglavnom za državne hartije od vrednosti i izbegavala su da u većoj meri investiraju u dugoročnu dinarsku imovinu.

Osiguravajuća društva su do sada najviše učestvovala u kupovini korporativnih obveznica. Prema podacima NBS, ukupna premija osiguranja koja

su osiguravajuća društva prikupila u 2012. godini iznosi 61,5 milijardi dinara. Od toga se 19,3% ili 11,87 milijardi dinara odnosi na premije životnog osiguranja, koje predstavljaju izuzetno značajan izvor za ulaganje u dugoročne HoV. U 2011. godini učešće premija životnog osiguranja je bilo niže za oko 2% i iznosilo je 17,4%.<sup>16</sup> S obzirom da je u razvijenim zemljama EU učešće životnog osiguranja u ukupnim premijama često premašuje 50%, može se očekivati njegov dalji razvoj u Srbiji.

Pored osiguravajućih društava, dobrovoljni penzijski fondovi će takođe u budućnosti predstavljati značajan izvor tražnje za dugoročnim HoV, s obzirom na rast prosečne starosti stanovništva i potencijalne nelikvidnosti prvog stuba penzijskog sistema osiguranja. Privatni penzioni fondovi imaju zakonsku mogućnost za trgovanje HoV koje izdaju pravna lica sa sedištem u Srbiji i kojima se trguje na organizovanom tržištu.<sup>17</sup>

Treći važan izvor tražnje za korporativnim obveznicama su investicioni fondovi, koji su u Srbiji počeli sa poslovanjem 2006. godine. Zakonom o investicionim fondovima definisana je investiciona politika, koja omogućava ulaganje u hartije od vrednosti koje izdaju pravna lica sa sedištem u republici, ko-

---

<sup>15</sup> Prema Zakonu o osiguranju, osiguravajuća društva mogu ulagati sredstva tehničkih rezervi u obveznice kojima se trguje na organizovanom tržištu HoV, ali i u obveznice kojima se ne trguje na organizovanom tržištu, a koje je izdalo pravno lice sa sedištem u zemlji (član 114, stavovi 2 i 3).

<sup>16</sup> Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema - 2012, Narodna banka Srbije, objavljen jula 2013, str. 65.

<sup>17</sup> Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima, član 31, stav 6.

jima se trguje na organizovanom tržištu u republici.<sup>18</sup> Relativno visokih 22,11% sredstava investicionih fondova u Srbiji (sredinom 2012. godine), bilo je plasirano u dužničke hartije od vrednosti.<sup>19</sup> Detaljnija analiza plasmana pokazuje da je reč o državnim obveznicama, trezorskim zapisima, kao i korporativnim obveznicama stranih izdavalaca.

### ZAKLJUČAK

U uslovima ekonomske krize, većina uspešnih preduzeća u svetu nastoji da smanji zaduženost i da se u većoj meri finansira iz sopstvenih sredstava. Usled skupih bankarskih kredita, ova pojava je očigledno još izraženija u Srbiji.

Ukoliko ne žele da se zadužuju kod banaka, korporativna preduzeća mogu da finansiraju investicije prvenstveno reinvestiranjem zadržane dobiti ili putem emitovanja novih akcija. Međutim, čak ni pre ekonomske krize u Srbiji nije bilo razvijeno primarno tržište akcija.

Obveznice predstavljaju potencijalno značajnu alternativu komercijalnim bankarskim kreditima. Veliki iznos duga može biti „razbijen“ na više poverilaca, koji su time pojedinačno izloženi mnogo manjem kreditnom riziku, što podrazumeva i nižu kamatnu stopu. Obveznice se mogu emitovati bez hipotekarnih garancija, što je obavezan uslov kod većih bankarskih kredita.

Posmatrano kratkoročno, u Srbiji se ne mogu očekivati značajni pomaci u razvoju tržišta obveznica. S obzirom da

su uslovi emitovanja znatno jednostavniji kod privatnog plasmana unapred poznatim investitorima, ovaj način emitovanja će ostati dominantan.

S druge strane, dugoročan razvoj tržišta obveznica prvenstveno je determinisan plasmanima institucionalnih investitora: osiguravajućih društava, penzionih fondova i investicionih fondova. Upravo institucionalni investitori predstavljaju ključni element tražnje za obveznicama. Pored aktivnosti na primarnom tržištu, naknadnim trgovanjem na sekundarnom tržištu institucionalni investitori omogućavaju visoku likvidnost obveznica i time utiču na povećanje interesovanja drugih potencijalnih investitora.

Razmatrani primer preduzeća „Tigar“, koji je u periodu 2010-2011, prikupio preko tri miliona evra putem prodaje obveznica, ukazuje da čak i uslovima recesije, ekonomskih kriza i pada interesovanja investitora, potencijalno uspešna korporativna preduzeća mogu da prikupe značajna novčana sredstva na tržištu dugoročnih hartija od vrednosti, ukoliko njihovo poslovanje i investicioni planovi pružaju kredibilne garancije institucionalnim investitorima.

### LITERATURA

1. Đulić K., Živković B. (2012): *Tržište korporativnih obveznica u Srbiji*, Kvartalni monitor, br. 30, Fondacija za razvoj ekonomske nauke, str. 72-85.

---

<sup>18</sup> Zakon o investicionim fondovima Republike Srbije, član 29, stav 6.

<sup>19</sup> Đulić K., Živković B. (2012): *Tržište korporativnih obveznica u Srbiji*, Kvartalni monitor, br. 30, Fondacija za razvoj ekonomske nauke, str. 75.

2. *Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema*, Narodna banka Srbije, jul. 2013.
3. Zakić V., Vasiljević Z., Zarić V. (2012): *Relevance of dividend policy for food industry corporations in Serbia*, Ekonomika poljoprivrede, broj 4. vol. 59, Institut za ekonomiku poljoprivrede, Beograd, str. 809-822.
4. Zakić V., Vasiljević Z., Zarić V., (2011):, *Tržište hartija od vrednosti kao faktor razvoja korporativnih preduzeća u Srbiji*, Ekonomski vidici, vol. 16, br. 4, Društvo ekonomista Beograda, str. 735-746 Internet sajтови, zakoni i pravilnici
5. Internet sajt „Dunav osiguranja“, <http://www.dunav.com>
6. Internet sajt „NLB banke“, <http://www.nlb.rs>
7. Internet sajt Beogradske berze, <http://www.belex.rs>
8. Internet sajt Komisije za hartije od vrednosti, <http://www.sec.gov.rs>
9. Internet sajt Ministarstva finansija Republike Srbije, <http://www.minfin.gov.rs>
10. Internet sajt preduzeća „Tigar“, <http://www.tigar.com>
11. Internet sajt Privredne komore Srbije, <http://www.pks.rs>
12. Pravila poslovanje Beogradske berze, [http://www.belex.rs/files/regulativa/pravila\\_poslovanja\\_2013.pdf](http://www.belex.rs/files/regulativa/pravila_poslovanja_2013.pdf) (dostupno 6.8.2013)
13. Pravilnik o formi, minimalnom sadržaju informacija koje treba uključiti u prospekt i osnovni prospekt i oglašavanju u vezi sa prospektom, *Sl. glasnik RS, br. 89/2011 i 14/2013*
14. Pravilnik o listingu Beogradske berze, [http://www.belex.rs/files/regulativa/listing\\_2012.pdf](http://www.belex.rs/files/regulativa/listing_2012.pdf) (dostupno 6.8.2013)
15. Zakon o dobrovoljnim penzijskim fondovima i penzijskim planovima, *Sl. glasnik RS br. 85/2005 i 31/2011*.
16. Zakon o osiguranju, Republika Srbija, *Sl. glasnik RS br. 55/2004, 70/2004 - ispr., 61/2005, 61/2005 - dr. zakon, 85/2005 - dr. zakon, 101/2007, 63/2009 - odluka US, 107/2009, 99/2011 i 119/2012*.
17. Zakon o tržištu kapitala, Republika Srbija, *Sl. glasnik RS, br. 31/2011*
18. Zakon o tržištu kapitala, *Sl. glasnik RS“, br. 31/2011*

Rad primljen: 20.10. 2014.  
UDK: 336.761.5  
ID BROJ: COBISS.SR-ID 211485708 7  
Pregledni rad

# **FUNDAMENTALNA ANALIZA U FUNKCIJI OTKRIVANJA TREND A KRETANJA CENA AKCIJA NA SEKUNDARNOM FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

*FUNDAMENTAL ANALYSIS USED TO FIND A TREND  
OF SHARE PRICES ON THE SECONDARY FINANCIAL  
MARKET*

**Mr Jelena BRDAR**  
**Ekonomski fakultet, Subotica**  
**Mr Maja BODROŽIĆ**  
**Ekonomski fakultet, Subotica**

## **Rezime**

U savremenom poslovnom svetu potrebno je na odgovarajući način iskoristiti dostupne informacije. Donošenje investicionih odluka je osnovni zadatak portfolio menadžera i zbog toga se razvijaju nove teorije, tehnike i alati za analizu podataka. U ovom radu analizirali smo primenu fundamentalne tehnike u predikcijama kretanja cena akcije Naftne industrije Srbije. Fundamentalna analiza bavi se proučavanjem svih faktora koji mogu imati uticaja na kretanje cena akcija. Posmatranjem svetskog i nacionalnog tržišta, internih i finansijskih pokazatelja kompanije, nastojimo da odredimo trend kretanja cena akcija na finansijskom tržištu.

**Ključne reči:** FUNDAMENTALNA ANALIZA, FINANSIJSKO TRŽIŠTE, CENA AKCIJA, BERZANSKI INDEKSI, PREDUZEĆE.



## Summary

*In contemporary world of business, it is of vital importance to use the available information in best possible way. Investment decision making is portfolio managers' basic assignment, hence new theories, techniques and tools for data analysis are being invented. This paper is analyze fundamental techniques' use in Serbian oil industry's share price changes. Fundamental analysis is examining all the factors that can affect the changes in share prices. Global and national market observation and the observation of company's internal and financial indicators allows us to determine share price change trend in the financial market.*

*Key words: FUNDAMENTAL ANALYSIS, STOCK MARKET, SHARE PRICE, STOCK INDEX, COMPANY.*

### UVOD

Fundamentalna analiza predstavlja pristup istraživanju cena akcija koji objašnjava promene u njihovom kretanju na bazi dejstva fundamentalnih faktora (faktori iz ekonomskog, političkog, pravnog okruženja). Pojedinačno ili zajedno, ovi faktori utiču na buduće kretanje cena akcija pa je njihovo otkrivanje i analiziranje suština predviđanja cena akcija. Razvojem investicionog ulaganja na berzama razvijaju se i naučne teorije koje imaju za cilj ostvarenje maksimalnog prinosa uz minimalni rizik od ulaganja. U radu je analizirano dejstvo fundamentalnih faktora na kretanje cena akcija Naftne industrije Srbije. Posmatranjem ključnih pokazatelja iz finansijskih izveštaja i analizom makroekonomskih uslova nastojaćemo da otkrijemo međuzavisnosti kretanja cena i analiziranih fundamentalnih faktora.

### 1. PRIMENA FUNDAMENTALNE ANALIZE

„Fundamentalna analiza bavi se ispitivanjem događaja i procesa koji utiču na stanje ekonomije zemlje, privrednih grana i pojedinačnih korporacija. Njen cilj je da na osnovu izvedenih zaključaka i predviđanja, omogući ostvarenje zarade u zavisnosti od budućih kretanja cena akcija na tržištu.<sup>1</sup> Fundamentalna analiza može se definisati kao metod koji služi za predviđanje suštinske vrednosti investicije. Osnovni faktori političkog i ekonomskog okruženja čijim se izučavanjem bavi, mogu se svrstati u sledeće grupe:<sup>2</sup>

- makroekonomski faktori okruženja
- industrijski uslovi
- finansijski izveštaji

---

<sup>1</sup> Izvor: Jednak [2007]

<sup>2</sup> Izvor: Milisavljević [2009]

---

## FINANSIJE

- kvantitativni i kvalitativni faktori

Navedene grupe predstavljaju osnovni pravac analize u eksperimentalnom delu naučnoistraživačkog rada. Fundamentalna analiza se bavi proučavanjem svih faktora koji mogu imati uticaja na cene akcija. Makroekonomski faktori okruženja obuhvataju kretanje makroekonomskih i monetarnih indikatora, kao što su: kretanje GDP-a i industrijska proizvodnja, stopa nezaposlenosti, stopa inflacije, profitabilnost kompanija, sektor stanovništva, per capita dohodak po glavi stanovništva, potrošnju stanovništva. Drugi indikator fundamentalne analize koji može uticati na cenu akcija su industrijski uslovi. U okviru ovih indikatora analizira se ponašanje kompanija na tržištu, da li je prisutno monopolsko ponašanje kompanija, razlike u proizvodima, patenti i prava kompanija, tehnologija, spoljnotrgovinsko poslovanje i prepreke ulaska i izlaska na tržište. Kod analize industrijskih uslova prvo se posmatraju uslovi industrijske grane, pa onda podaci o samoj kompaniji.

Analiza uslova industrijske grane obuhvata:<sup>3</sup>

- budući prihodi kompanije
- veličina i uslovi na tržištu
- konkurencija
- relativna precenjenost i podcenjenost akcija
- kratkoročni pritisci tražnje na kupovinu akcija

Analiza uslova poslovanja pojedinačne kompanije obuhvata:<sup>4</sup>

- delatnost kompanije
- veličinu kompanije
- ciljeve kompanije
- finansijsko zdravlje
- konkurenciju
- ekonomske uslove poslovanja

Nakon toga sprovode se finansijske analize prilagođene potrebama daljih racio analiza. Fokus fundamentalne analize je na proceni vrednosti kompanije na osnovu finansijskih pokazatelja, rasta, ponude i tražnje za njenim proizvodima.

Najznačajniji finansijski pokazatelji koji mogu imati uticaja na cene akcija su:<sup>5</sup>

- profit, ROA, ROE
- P/E Racio – odnos cene i zarade po akciji
- EPS – zarada po akciji
- P/B– odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti
- EBIT – profit pre nego što se oduzme kamata
- EBITDA – profit pre nego što se oduzme kamata, porez na dobit i amortizacija
- EV – unutrašnja vrednost
- dividenda i dividendna stopa

U okviru fundamentalne analize proučavaju se kvantitativni faktori koji uključuju konkretne cifre, pokazatelje poslovanja i funkcionisanja tržišta, ali i kvalitativni faktori koji su neopipljivi pokazatelji, npr. efikasnost me-

---

<sup>3</sup> Izvor: Milisavljević [2009]

<sup>4</sup> Izvor: Milisavljević [2009]

<sup>5</sup> Izvor: [www.psinvest.rs](http://www.psinvest.rs), [Preuzeto sa: [www.psinvest.rs/sr/osnovni-finansijski-pokazatelji](http://www.psinvest.rs/sr/osnovni-finansijski-pokazatelji)], 26.08.2014]

---

nađžmenta, nivo znanja menadžmenta ili kvalitet tehnologija.

Može se zaključiti da fundamentalna analiza proučava sve faktore i eksterne i interne koji mogu uticati na poslovanje kompanije. Eksterni faktori vezani su za celokupnu privredu zemlje (ekonomski, inflacija, devizni kurs, platni bilans zemlje, spoljni dug, uslovi industrijske grane, tržišni uslovi gde kompanija posluje i politički faktori) i interne faktore o samoj kompaniji pre svega njenoj uspešnosti poslovanja izraženoj putem bilansnih pokazatelja (profitabilnost kompanije, struktura izvora finansiranja, tekuća likvidnost, vlasnička struktura, kvalitet i reputacija menadžmenta i odnos prema investitorima).

Na narednoj slici (1) predstavljen je „Top to bottom” pristup pri fundamentalnoj analizi.



Kao što se može videti na slici „Top to bottom” pristup fundamentalne analize kreće od makroekonomskih faktora, zatim analizira privredno okruženje i konkurentske grupacije i na kraju se vrši detaljna analiza samog preduzeća.

## 2. TEORIJSKE OSNOVE FUNDAMENTALNE ANALIZE

Dva osnovna teorijska pravca razvoja fundamentalne analize su:

- klasična teorija o cenama
- teorija poverenja

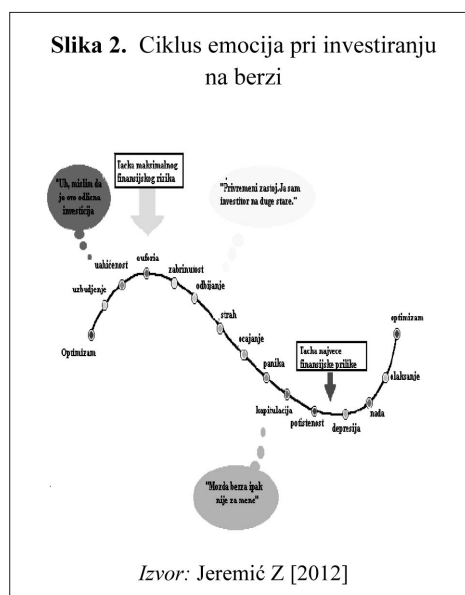
*Klasična teorija o cenama* – poznata je još kao ortodokсна ili konvencionalna teorija. Predstavlja osnovu fundamentalne analize. Prema ovoj teoriji najvažnije merilo pri određivanju cena su akcionarske zarade. Osnovni razlog koji utiče na promenu cena akcija su profiti koje kompanija ostvaruje. Rast profita kompanije direktno utiče na porast cene akcija, a indirektno i na visinu dividende. Vrednost akcije je sadašnja vrednost budućih dividendi, a kako isplata dividendi zavisi od visine profita kompanije, tako indirektno zarade od akcije preko dividendi utiču na cenu akcije. Bilo koji nagoveštaji promene zarada bilo to vezano za određenu kompaniju, granu ili celu kompaniju, uticaće na kretanje cena akcija i obično će se dešavati i pre samih promena u zaradama i dividendama. Isto tako, promene u okruženju i u samoj kompaniji utiču na visinu profita. Mnogi investitori prema ovoj teoriji nastoje da brzo reaguju, jer će se promene cena akcija dogoditi pre nego što se dogode promene u poslovanju. Propuštajući priliku da reaguju odmah biće kasno za investitore da ostvare zaradu jer

tržište unapred ugradi očekivane efekte. Dakle, prema ovoj teoriji, cena akcija su izuzetno osetljiva kategorija, promene cena se uvek dešavaju pre nego sam događaj, koji je uticao na njih, pa je ova investiciona metoda pogodna za investitore koji vrše procene osluškivanjem tržišta i pomoću sopstvene intuicije.

*Teorija poverenja* – može se objasniti na sledeći način: „Osnovni faktor u kretanju cena akcija predstavlja porast ili pad poverenja između trgovaca i investitora u budućem kretanju cena akcija, zarada i dividendi.”<sup>6</sup> Iako izgleda slična klasičnoj teoriji da zarade utiču na cenu akcija, ona se više bazira na marketinškoj psihologiji pomoću koje objašnjava cene akcija nego na statističkim podacima. Odluke o kupovini ili prodaji akcija bi trebalo donositi na osnovu dobro utvrđenih odnosa *cena – zarada – profit*, ili na osnovu pravila da akcije treba da donesu veće prinose nego obveznice. Na osnovu ovih odnosa i raspolaganja pravovremenim informacijama investicioni stručnjaci bi mogli da predvide zbivanja na tržištu. Ako su fundamentalni uslovi povoljni cene akcija bi rasle sa porastom zarada i dividendi, i obratno ukoliko bi fundamentalni uslovi bili nepovoljni cene akcija bi opadale sa smanjenjem zarada i dividendi. Na osnovu teorije poverenja može se zauzeti, suviše optimistički ili pesimistički stav prema investitorima. Ako veliki broj investitora ima optimističan stav na fundamentalne uslove krenuće u kupovinu akcija, međutim, taj stav može ići do nivoa da odnos *cena – divi-*

*denda* ne bude više povoljan. S druge strane, među investitorima može zavladata pesimističko raspoloženje zbog čega će investitori krenuti sa prodajom akcija bez obzira na povoljne fundamentalne uslove. Kod teorije poverenja prisutno je ekstremno raspoloženje investitora, što može uzrokovati niz grešaka u trgovanju. Opisanu teoriju najbolje reprezentuje naredna slika (2).

**Slika 2.** Ciklus emocija pri investiranju na berzi



Izvor: Jeremić Z [2012]

Iako je Teorija poverenja manje formalna i ne nalazi se u sadržaju standardne berzanske literature, brojni su primeri koji dokazuju njen značaj. Na berzama SAD, 1946. godine i pored prisutnih pozitivnih kretanja ekonomskih parametara – rast GDP-a, stabilnost cena, visoka zaposlenost, visoke zarade, rast dividendi, pojavio se pesimizam kod investitora. Kako je pojava krize uobičajena posle svakog rata to nije bio izuzetak ni

<sup>6</sup> Izvor: Jeremić [2012]

u ovom slučaju. Došlo je do pada cena akcija, prodavale su se po sve nižim cenama i tržište je bankrotiralo. Suprotan primer koji se dogodio 1985-1986. i 1991. godine kada su kretanja ekonomskih parametara bila izuzetno nepovoljna – kamatne stope visoke, velika konkurencija, budžetski deficit, poslovanje kompanija sa gubitkom, visoka nezaposlenost, cene akcija su i pored ovih nepovoljnih pokazatelja nastavile da rastu.

Navedeni primeri samo potvrđuju i našu polaznu hipotezu da je izuzetno teško predvideti berzanska kretanja cena akcija.

### 3. EKSPERIMENTALNA ANALIZA

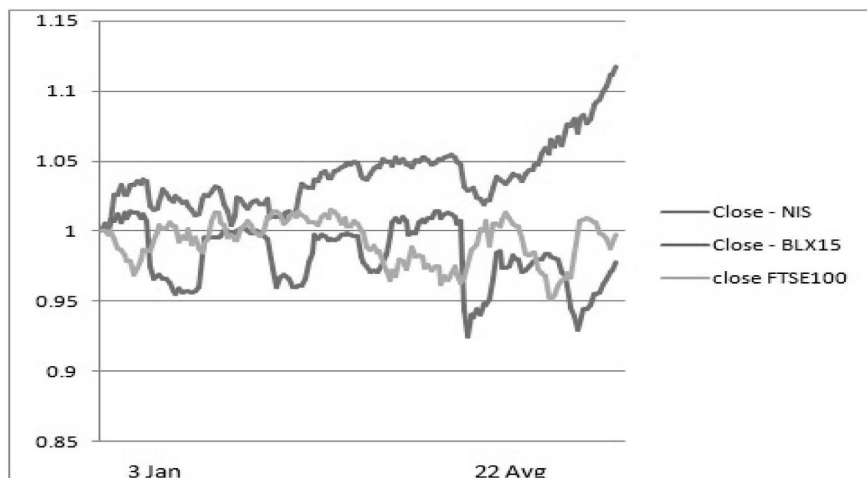
Polazeći od grafičkog prikaza u radu (slika 1) razvijali smo i naš eksperimentalni deo istraživanja. Analizirana

kompanija u radu je Naftna industrija Srbije, a predmet našeg istraživanja su uticaj fundamentalnih faktora na kretanje cena akcija kompanije. Nastojali smo da odgovorimo na pitanje, da li investitori osluškivanjem i analizom eksternih ekonomskih uslova na evropskom i nacionalnom tržištu i internih finansijskih pokazatelja poslovanja same kompanije mogu da predvide kakvo će kretanje imati cena akcija i da na osnovu toga donesu investicionu odluku. U radu smo prvo analizirali svetsko finansijsko tržište, zatim smo prešli na nacionalno tržište i na kraju na nivo same kompanije.

#### 3.1 Analiza fundamentalnih faktora na svetskom finansijskom tržištu

Analizirana kompanija Naftna industrija Srbije kao ogranak kompanije Ga-

Slika 3. Kretanje Close cena akcija NIS-a, Belex 15 i FTSE 100



Izvor: Prikaz autora rada, 01.10.2014

spromnjeft osluškuje dešavanja na svetskom tržištu. Posmatrali smo kakva je korelacija sa indeksom Evropskog finansijakog tržišta FTSE 100 i da li trend kretanja cena akcija više prati evropski indeks ili indeks nacionalnog tržišta Belex 15. Na slici 3. vidi se hijerarhijski niz istorijskog kretanja cena na zatvaranju NIS-a, indeksa FTSE 100 i Belex-a 15.

Na prikazu možemo videti da cene akcija NIS-a, više prate indeks FTSE 100 i manji stepen zavisnosti sa indeksom Belex 15. Analizom uzroka opadajućeg trenda cena akcija NIS-a u septembru tekuće godine, dobili smo odgovor na to pitanje. U narednoj tabeli mogu se videti koji su fundamentalni faktori uslovlili opadajući trend kretanja cena akcija.

**Tabela 1.** Fundamentalni faktori na svetskom tržištu i njihov uticaj na cenu akcija

Fundamentalni faktori	Uticaj
Kineski privredni rast usporio	smanjen uvoz nafte u Kini
Sankcije u Rusiji	zaustavljeni projekti saradnje
Sirija i Iran	Napadi
IENE – institute za energetiku	manje investicije

Izvor: Prikaz autora rada, 19.10.2014

Usporavanje privrednog rasta u proizvodnji, direktno utiče na opadanje trenda kretanja indeksa FTSE 100. Smanjenjem proizvodnje u Kini, smanjuje se i uvoz i potražnja energenata, što umanjuje profit kompanija proizvođača nafte i gasa koje su u indeksnoj

korpi FTSE 100. Drugi faktor sankcije prema Rusiji, dovele su do obustave nekih značajnih projekata. Dve značajne kompanije British Petrol i Shell su direktni uzročnici pada FTSE 100. Sjedinjene Američke Države su uvele sankcije na projekte sa kompanijama iz Rusije. British Petrol kompanija koja je vlasnik 20% Rosnjefta, najvećeg ruskog proizvođača nafte, pod uticajem sankcija smanjio je vrednost svojih akcija, a samim tim dolazi do pada i evropskog indeksa. Kompanija Shell obustavlja svoje projekte u istraživanju nafte i smanjuje svoju vrednost i direktno i vrednost indeksa. Vazdušni napadi u Siriji i najava smanjenja investicija Instituta za energetiku IENE su još neki od faktora zbog kojih dolazi do pada FTSE 100. S obzirom da smo uočili međuzavisnost kretanja cena akcija na zatvaranju NIS-a i indeksa FTSE 100, analizom ovih fundamentalnih faktora došli smo do odgovora zašto cene akcija imaju opadajući trend, što je značajna informacija za investitore i donošenje njihovih investicionih odluka.

### 3.2 Analiza fundamentalnih faktora na nacionalnom tržištu

Naftna industrija Srbije, listirana je na beogradskoj berzi Belex. Akcije posmatrane kompanije ulaze u sastav Belex15 indeksa.<sup>7</sup> Kako smo u prethodnoj analizi videli međuzavisnost u kratanju cena akcija Naftne industrije Srbije i berzanskog indeksa Londonske berze

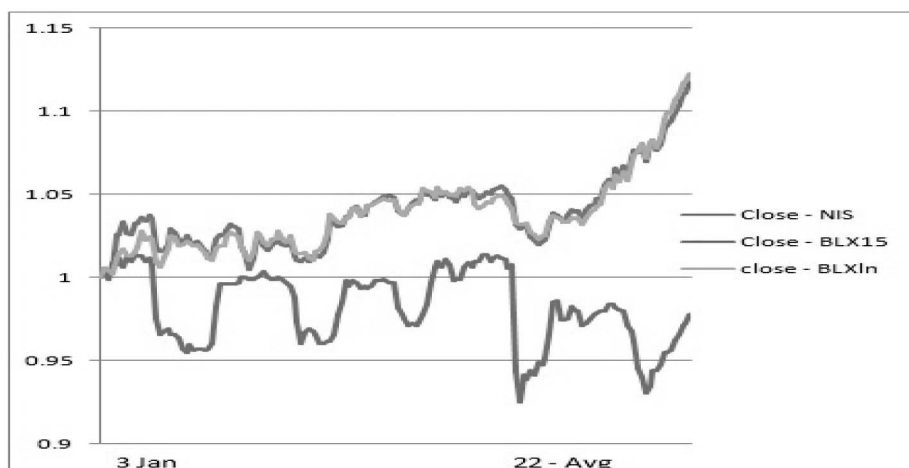
<sup>7</sup> Korpa hartija od vrednosti Belex15  
<http://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/belex15/korpa>.

FTSE 100, ovde ćemo detaljnije objasniti da li postoji zavisnost u kretanju cena akcija NIS-a i kretanju užeg i šireg indeksa beogradske berze – Belex 15 i Belex Line.<sup>8</sup> Na slici 4. vidimo da uži i prošireni indeks Beogradske berze imaju sličan trend u kretanju, ali da iako akcije NIS-a ulaze u sastav indeksne korpe Belex 15, da ne postoji visoka korelacija u kretanju za posmatrani period od 3. januara do 22. avgusta 2014. godine.

Da bismo potvrdili navedeni zaključak analizu smo proširili i sa statističkim pokazateljem koeficijentom ko-

relacije koji pokazuje koliko su zavisne posmatrane varijable jedna od druge. Vrednost koeficijenta može biti između -1 i 1. Kada je vrednost pokazatelja pozitivna od 0 do 1, označava skladan rast vrednosti obe varijable. Vrednost koeficijenta od 0 do -1 označava negativnu korelaciju odnosno nesklad među posmatranim varijablama, porast jedne varijable praćen je opadanjem druge. Na slici 5. prikazali smo kakvu korelaciju imaju NIS i Belex 15. Kada koeficijent korelacije ima vrednost 0, tada on označava nepostojanje linearne poveza-

**Slika 4.** Kretanje Close cena akcija NIS-a, Belex 15 i Belex line

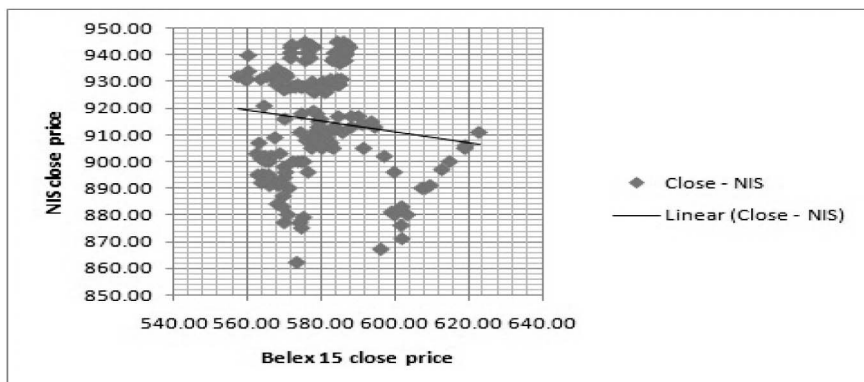


*Izvor:* Prikaz autora rada, 15.10.2014

<sup>8</sup> Korpa hartija od vrednosti Belex line  
<http://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/belexline/korpa>.

nosti, što znači da poznavajući vrednost jedne varijable ne možemo ništa zaključiti o vrednosti druge varijable.

**Slika 5.** Korelacija cena na zatvaranju NIS-a i Belex 15



*Izvor:* Prikaz autora rada, 10.10.2014

$$R_p = -0.12576 \quad (1)$$

Negativan koeficijent korelacije -0.12576 znači da postoji nesklad među vrednostima varijabli, odnosno cenama na zatvaranju NIS-a i Belex-a 15. Slika 6. prikazuje odnos cena na zatvaranju akcija NIS-a i Belex line.

Kretanje kursa, cene nafte, situacija na našem tržištu i ekonomska situacija u zemlji su samo neki od rizika ove grupe. Kompanija ima zaduženja u dolarima i evrima, tako da pad kursa dinara prema ovim valutama, odnosno rast vrednosti tih valuta ima negativan uticaj – kursne razlike, što umanjuje finansijski rezultat neto dobiti u izveštaju.

$$R_p = -0.20353 \quad (2)$$

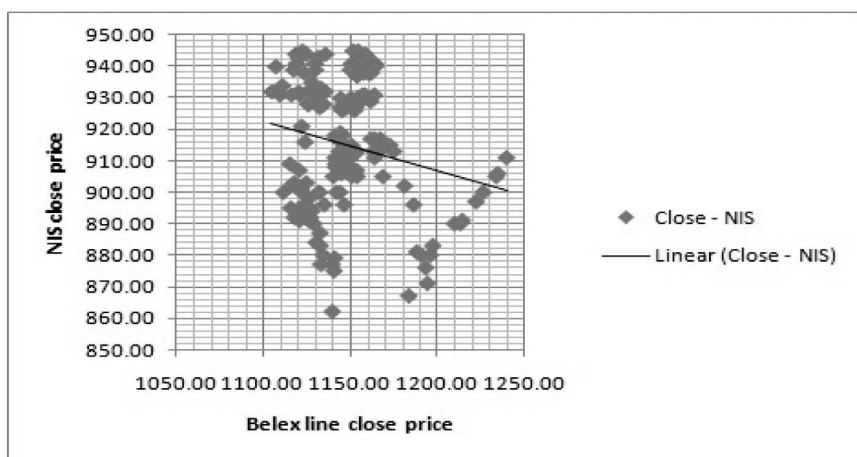
Na slici 6. vidimo slična kretanja i na osnovu izračunatog koeficijenta korelacije  $r_p = -0.20353$ , dolazimo do istog zaključka o slaboj vezi u kretanju cena na zatvaranju NIS-a i proširenog indeksa Belex line.

Pored analize indeksa Beogradske berze, bitno je istaći i značaj rizika iz okruženja na kretanje cena akcija. Najvažnija vrsta rizika su ekonomski rizici koji zavise od ekonomske situacije u svetu i u zemlji u kojoj preduzeće posluje.

Kretanje cene nafte, takođe, utiče na finansijske pokazatelje, rast poboljšava pokazatelje. Pored ekonomskih rizika značajni su i politički rizici. S obzirom da kompanija prati indeks evropskog tržišta, potencijalni rizici od sankcija se mogu odraziti na poslovanje kompanije. U grupu rizika spadaju i elementarne nepogode. Poplave koje su zadesile zemlju u maju tekuće godine imale su uticaj na opadanje vrednosti akcija kompanije. Nakon posmatranja eksternih faktora, uslova na svetskom i nacionalnom tržištu, analizu nastavljamo internim faktorima same kompanije.



Slika 6. Korelacija cena na zatvaranju NIS-a i Belex line



Izvor: Prikaz autora rada, 10.10.2014

### 3.3 Analiza fundamentalnih faktora na nivou kompanije

Sušтина fundamentalne analize je u analizi visine prihoda i njegovog potencijala u budućnosti. Osnovna informacijska osnova su finansijski izveštaji (bilans stanja, bilans uspeha, bilans novčanih tokova – Cash flow i kapitalnog bilansa). Pored analize prihoda analiziraju se i kamate, porezi, rashodi i druga merila poslovnih aktivnosti. Pogodne metode koje se koriste su racio analiza, stopa prinosa, obrta, predviđanje vremenskih serija, analiza trendova i analiza P/E, EPS, stopa dividende.

U našoj analizi finansijskih pokazatelja, posmatrali smo prvi i drugi kvartal u poslovanju za 2013. i 2014. godinu. Izučavanjem osnovnih pokazatelja neto dobit, EBITDA, prihodi od prodaje, operativni cash flow, obračunate obaveze po osnovu poreza i drugih obaveza

po kvartalima nastojali smo da utvrdimo vezu sa kretanjem cena akcija.

U tabeli 2. prikazani su finansijski pokazatelji za prvi i drugi kvartal 2013. godine.

Tabela 2. Finansijski pokazatelji I i II kvartal 2013

Q1 i Q2 2013	Q1 2013	Q2 2013
Neto dobit	7.3	10.5
EBITDA	11.8	16.3
Prihodi od prodaje	49.5	63.8
OCF	10.2	11.8
Obračunate obaveze po osnovu poreza i drugih javnih obaveza	20.2	34.4

Izvor: Prikaz autora rada, podaci preuzeti iz finansijskog izveštaja Naftne industrije Srbije [2013]

Neto dobit kao čisti pokazatelj profita koji kompaniji ostaje nakon oporezivanja. Na finansijskom tržištu Srbije je pokazatelj neto dobiti, njegova kretanja,

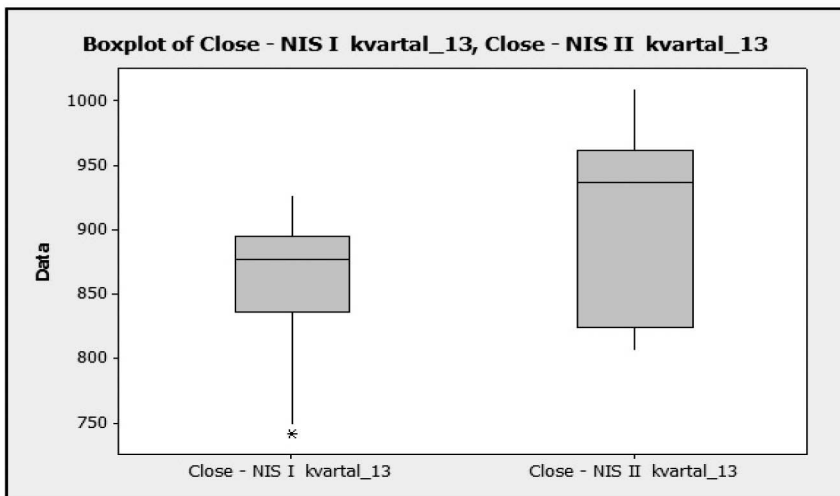
## FINANSIJE

veoma značajan za donošenje investicionih odluka. U prvom kvartalu 2013. je iznosio 7.3, što je manje u odnosu na drugi kvartal iste godine kada je bio 10.5. EBITDA kao pokazatelj dobiti pre poreza, taksi i amortizacije veći je u drugom kvartalu 16.3 u odnosu na prvi 11.8. Prihodi od prodaje kao osnov prihoda svakog poslovanja takođe beleži rast u drugom kvartalu. Operativni cash flow kao mera samofinansiranja preduzeća iz izvora novčanog toka, kao rezultata osnovne poslovne aktivnosti, beleži porast u drugom kvartalu za 1%. Obaveze po osnovu poreza i drugih javnih obaveza beleži porast u drugom kvartalu.

Da bismo uočili vezu između finansijskih pokazatelja i kretanja cena akcije, u analizu uključujemo kretanje cena akcija u prvom i drugom kvartalu 2013 (slika 7).

Stubići na slici 7 predstavljaju kretanja cena akcija. U prvom kvartalu 2013. godine cena akcija je imala veće propadanje u odnosu na drugi kvartal. Najniža cena u prvom kvartalu je bila 742 din, a najviša cena 926 din. Medijan kao mera srednje vrednosti je 876.50, standardna devijacija kao mera odstupanja od srednje vrednosti je 48.5%. Za drugi kvartal cene su bile stabilnije, nije bilo velikog pada u ceni, najniža cena akcija bila je 807 dinara, najviša 1.009, medijan 937 i standardna devijacija 65.29%. Bolji finansijski pokazatelji u drugom kvartalu uticali su na stabilnije i više cene akcija kompanije u drugom kvartalu. Radi potvrđivanja veze između finansijskih pokazatelja analizu smo proširili sa pokazateljima za I i II kvartal 2014. godine (tabela 3) i sa prikazom za kretanje cena akcija u istim kvartalima (slika 7).

**Slika 7.** Kretanje cena akcija u I i II kvartalu 2013



Izvor: Prikaz autora rada, upotrebom Minitab paketa, 15.09.2014.

## FINANSIJE

**TABELA 3.** Finansijski pokazatelji I i II kvartal 2014

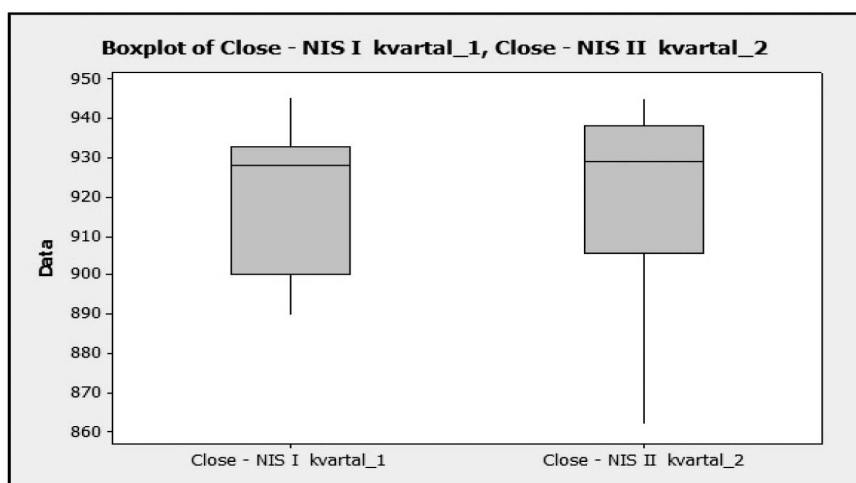
Q1 i Q2 2014	Q1 2014	Q2 2014
Neto dobit	8.6	8.4
EBITDA	15.5	15.4
Prihodi od prodaje	56.6	66
OCF	2.2	-0.6
Obračunate obaveze po osnovu poreza i drugih javnih obaveza	25.9	38,4

*Izvor:* Prikaz autora rada, podaci preuzeti iz finansijskog izveštaja Naftne industrije Srbije [2014]

Finansijski pokazatelji u 2014. godini u odnosu na isti period u 2013. godini pokazuju porast EBITDA od 10% uzrokovan rastom obima prerade i prodaje i povećanjem efikasnosti poslovanja. Pad

neto dobiti u prvih šest meseci 2014. godine u odnosu na 2013. iznosio je -4%. Pozitivan efekat operativnog poslovanja prisutan je zbog većeg iznosa obračunatih poreza i većeg iznosa amortizacije. Do smanjenja novčanog toka iz poslovanja u 2014. došlo je zbog povećanja isplaćenih obaveza prema državi i povećanja plaćanja za nabavku sirove nafte i naftnih derivata. Neto dobit viša je u oba kvartala u 2014 u odnosu na prvi kvartal 2013 i zbog toga je propadanje cena akcija bilo manje. U prvom kvartalu 2014 minimalna cena akcija je bila 890 dinara, a maksimalna 945, medijan je bio 928, mera standardne devijacije 18.73%. Drugi kvartal 2014. imao je minimalnu cenu od 862 dinara i maksimum od 945, medijan od 929 i standardnu devijaciju od 22.11%. Ako analizu posmatramo sa finansijskim pokazateljima vi-

**Slika 8.** Kretanje cena akcija u I i II kvartalu 2014



*Izvor:* Prikaz autora rada, upotrebom Minitab paketa, 15.09.2014.

dimo da su u prvom kvartalu bili bolji, nešto viša neto dobit, EBITDA, ocf i niži troškovi po osnovu poreza. Upravo ti rezultati su doprineli većoj sigurnosti u kretanju cena akcija u prvom kvartalu 2014. U drugom kvartalu smanjuje se neto dobit, operativni cash flow je negativan zbog obima zaduživanja i dugovanja javnih kompanija i obaveze po osnovu poreza su veće, što je doprinelo većem padu cena u drugom kvartalu. U datim analizama videli smo kako su se cene akcija kretale u odnosu na kvartalne pokazatelje iz finansijskih izveštaja. Istraživački rad nastojaćemo da proširimo sa pokazateljima za godišnji finansijski plan kada rezultati poslovanja budu publikovani.

### ZAKLJUČAK

Rastuća globalizacija ekonomske aktivnosti podstaknuta prednostima tehnologije, jači pritisak konkurencije, ima za posledicu da sve veći broj kompanija želi da prikupi kapital na različitim tržištima hartija od vrednosti. U ovom radu predstavljeni su osnovni teorijski pojmovi fundamentalne analize i načini za otkrivanje trenda kretanja cena na sekundarnim tržištima hartija od vrednosti. Upravo težnja za što većim profitom podstiče kompanije da obavljaju investicione aktivnosti i uključe deo svojih aktivnosti u berzansko poslovanje. Primenom fundamentalne analize investitori mogu da dođu do značajnih informacija o kretanju cena i donesu ispravne investicione odluke. Cilj rada je doprinos daljem razvoju investicionih strategija. U radu je opisana primena i mogućnost funda-

mentalne analize i njihov doprinos u analiziranju kretanja cena akcija na finansijskim berzama i pomoć u poslovanju kompanija pri donošenju odluka o racionalnom i efikasnom investiranju. Osnovni cilj primene zapravo jeste podrška donosioca odluke u analizi i uočavanju određenih pravilnosti i relacija u podacima, što treba donosiocu odluke da omogući donošenje ispravnih odluka o investicionim poslovima. U svojim daljim istraživanjima proširićemo i pored fundamentalnih uključiti i tehničke faktore. Predloženim združenim skupom atributa radiće se na poboljšanju rezultata.

### LITERATURA

- [1] Brdar, J. [2012]. *Primena moderne i postmoderne portfolio teorije u poslovanju kompanija na finansijskoj berzi*, Diplomski rad. Univerzitet u Novom Sadu, Ekonomski fakultet Subotica.
- [2] Beogradska berza, [www.belex.rs](http://www.belex.rs)
- [3] Dobromirov D. [2008]. *Korporativne finansije*, Fakultet tehničkih nauka, Novi Sad.
- [4] Draganac D. [2010] *Međuzavisnost prinosa i rizika ulaganja*, Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu.
- [5] Ercegovic D, Momčilović M. [2012] *Investiciona strategija poslovnih banaka na finansijskim tržištima*, Škola biznisa.
- [6] Jednak J. Tomić R. [2007]. *Mikroekonomija*, Čigoja štampa, Beograd
- [7] Jeremić Z. [2012]. *Osnovi finansijskih tržišta*, Univerzitet Braća Karić, Beograd.

- [8] Jeremić Z. [2012]. *Finansijska tržišta i finansijski posrednici*, boksgoogle.com.
- [9] Jeremić Z., Terzić I. [2008] *Mogućnosti primene modernih portfolio teorija na kreiranje optimalnog portfolija akcija sa beogradske*, Univerzitet Singidunum.
- [10] Jović V. [2012]. *Finansijska i tržišna analiza portfolio investiranja*, Master rad, Univerzitet Singidunum, Beograd.
- [11] Vunjak N., Kovačević Lj. [2009] *Finansijska tržišta i berze*, Ekonomski fakultet, Subotica.
- [12] Izvor: [www.psinvest.rs](http://www.psinvest.rs), [Preuzeto sa: [www.psinvest.rs/sr/osnovni-finansijski-pokazatelji](http://www.psinvest.rs/sr/osnovni-finansijski-pokazatelji)., 26.08.2014]
- [13] Izvor: [uk.reuters.com](http://uk.reuters.com), [Preuzeto sa: <http://uk.reuters.com/article/2014/09/15/markets-britain-stocks-idUKL6N0RG26G20140915>, 10.10.2014]
- [14] Izvor: [www.google.com/finance](http://www.google.com/finance), [Preuzeto sa: [https://www.google.com/finance?q=INDEXFTSE%3AUKX&ei=yGtFVLC\\_OYOVwQOehoHwAg](https://www.google.com/finance?q=INDEXFTSE%3AUKX&ei=yGtFVLC_OYOVwQOehoHwAg), 12.10.2014]
- [15] Izvor: [ipf.rs](http://ipf.rs), [Preuzeto sa: <http://ipf.rs/finansijska-analiza-kompanije-nis/>, 12.10.2014]
- [16] Izvor: [www.belex.rs](http://www.belex.rs), [Preuzeto sa: [http://www.belex.rs/files/edukacija/FUNDAMENTALNA%20ANALIZA\\_BELEXpedia.pdf](http://www.belex.rs/files/edukacija/FUNDAMENTALNA%20ANALIZA_BELEXpedia.pdf) , 09.10.2014]

Rad primljen: 16. 7. 2014.  
UDK: 336.711(4-672EU) 338.23:336.74(4-672EU)  
ID BROJ: COBISS.SR-ID 211486476 8  
Stručni rad

# EVROPSKA CENTRALNA BANKA - IZLAZ IZ NESTANDARDNE MONETARNE POLITIKE

## *EUROPEAN CENTRAL BANK - EXIT FROM NON-STANDARD MONETARY POLICY*

Dr Dragan MOMIROVIĆ  
Fakultet za poslovno industrijski menadžment, Beograd

### Rezime

Udar finansijske i krize suverenog duga u Evrozoni, primorale su ECB da primeni mere nestandardne monetarne politike (NMP). Efekat primene NMP je prošireni bilans stanja. Prošireni bilans stanja ECB, dugoročno nije održiv. Zbog toga, je neophodan brzi i efikasan izlaz ili sužavanje mera NMP. Izlazak iz NMP nosi velike rizike, neizvesnosti i izazove. Ključni rizik je izbor vremena izlaska. Izlazak pre vremena, nosi rizik od inflatornih pritisaka, kasniji izlazak usporava privredni rast. ECB je svesna ovih rizika. Rizik od disfunkcionalnosti tržišta u Evrozoni još postoji. Zato je ona posvećena ublažavanju i uklanjanju negativnih finansijskih anomalija i stvaranju uslova za poboljšanje finansijskih uslova i tržišta. Svesna situacije, ECB je na duži rok odložila primenu izlazne strategije iz NMP, odnosno do trenutka kada se finansijska i kriza suverenog duga stabilizuju a privredni oporavak krene čvrstom uzlaznom putanjom.

**Ključne reči:** NESTANDARDNE MERE, BILANS STANJA, IZLAZ, RIZIK, INFLACIJA, NEIZVESNOST

## Summary

*Impact financial and sovereign debt crisis in the euro zone has forced the ECB to apply non-standard monetary policy measures (NMP). Effect of NMP has expanded to balance sheets. Expanded balance sheet of the ECB, the long term is not sustainable. Therefore, it is necessary quick and efficient output or narrowing measures NMP. Exiting NMP carries great risks, uncertainties and challenges. The key risk is the choice of the sunrise. Exits before time runs the risk of inflationary pressure and the subsequent release of slowing economic growth. The ECB is aware of these risks. The risk of market dysfunction in the euro zone there is still a present. Therefore, it is dedicated to alleviating and eliminating the negative financial anomalies and creates conditions for the improvement of financial conditions and markets. Aware this situation, the ECB's long-term delayed the implementation of the exit strategy from the NMP, or until such time as the financial and sovereign debt crisis and stabilize the economic recovery go hard uphill.*

**Key words:** NON-STANDARD MEASURES, BALANCE SHEET, OUT, RISK, INFLATION, UNCERTAINTY

## UVOD

Svetska ekonomija se relativno brže oporavlja od velike ekonomsko-finan-sijske krize nego što se očekivalo. Zbog toga je poraslo interesovanje za izlazne strategije iz mera NMP. Debate o izlaznim strategijama se vode naširoko. Većina zastupa tezu da NMP koje su hitno sprovedene, treba da budu povučene, nakon smirivanja ekonomskih tenzija. Glavni argument za ovu tezu, proizlazi iz previsoke likvidnosti. Prevelika likvidnost, prouzrokovana politikom niskih kamatnih stopa tokom ekspanzije krize i sadašnja ciljana politika niskih kamatnih stopa u prevazilaženju još goruće krize može da utre drugačiji put finansijskim tržištima u budućnost. Finansijske vlasti širom sveta su svesne mogućnosti ovakvih scenarija. Da bi se izbegli neželjeni scenariji, između finansijskih stručnjaka, akademske i šire

javnosti, postoji prećutni konsenzus da su neophodne izlazne strategije ili sužavanje „nestandardnih mera“ monetarne politike.

Neslaganja postoje kada je i kako je to najbolje uraditi. Problem je vreme i način primene. Izlazne strategije mogu biti mač sa dve oštrice. Ako se primene kasno postoji rizik inflatornih pritisaka i gomilanje mehurića cena, ako se sprovedu suviše rano realni sektor može doživeti višestruki pad. Dilema izbora. Neki zagovaraju da je najbolje pristupiti izlaznim strategijama tek nakon smirivanja finansijskih i dužničkih tenzija i jasnih signala i čvrstih dokaza da se realni sektor oporavlja. Drugi su zabrinuti zbog mogućnosti nepovoljnih efekata duže primene mera NMP i tvrde da izlazne strategije treba da se brzo izvršavaju kako bi održavale korake sa ekonomskim oporavkom.

Dileme izlaska iz NMP, posebno zabrinjava ECB, odnosno Evrozonu. „Standardni operativni okvir“, nakon kraha Lemana, više nije bio sposoban da pruži otpor finansijskom cunamiju, što je primoralo ECB da primeni mere NMP. ECB je delovala kreativno, tokom finansijske i krize suverenog duga uspostavljanjem nestandardnih objekata za obezbeđenje likvidnosti. ECB je ubrizgala velike količine likvidnosti u bankarski sektor, otkupom velikih količina obveznica i delimično kolaterala od privatnog i javnog sektora

Efekti primene NMP, ECB tokom finansijske i krize suverenog duga, ogledaju se prevashodno u proširenju bilansa stanja. Između 2007. god i 2012. god ukupna aktiva se skoro utrostručila sa 1,2 biliona evra na 3,1 biliona evra. Krajem 2013. god ukupna aktiva, u bilansu stanja ECB, iznosila je 2,3 triliona evra, skoro dvostruko više nego pre krize. Politika kvantitativnog ublažavanja, ne samo da je dvostruko uvećala bilans stanja ECB, već je promenila sastav, ročnu strukturu i rizičnost sredstava.

Prošireni bilans stanja, ECB, nosi konstantnu opasnost od inflatornih pritisaka. Ekspanzija bilansa može dovesti do rasta novčanih agregata i olakšanja uslova kreditiranja. Takva događanja sadrže opasnost izgradnje neočekivanog inflatornog potencijala u budućnosti. Da bi izbegla nepoželjna događanja, ECB, će morati da usvoji tzv. mere kompenzacione politike, kojima će da eliminiše ili neutrališe velike količine rezervi u svom bilansu stanja i da spreči neželjene efekte kreditiranja. Primena ovih mera se često naziva „iz-

lazna strategija“ ili „sužavanje nestandardnih mera“.

Izlazna strategija ili „sužavanje nestandardnih mera“ nosi određene rizike i izazove za ECB. Ključni rizik izlaska iz NMP je izbor vremena izlaska. Prerani izlazak prethodi inflatornim tendencijama, zakasneli izlazak obara privredni rast. Nepreciznost izlaska je potencijalni izvor ponovne disfunkcionalnosti tržišta Evrozone. Toga su svesni u ECB. Zbog toga, njeni čelnici ne najavljuju skoriji izlazak.

Povećanje kamatne stope ili smanjenje bilansa stanja. Izazovi sa kojima ECB, u skorijoj budućnosti mora da se suoči. Ona mora da razume obe izlazne politike kako bi izbegla nepoželjne šokove.

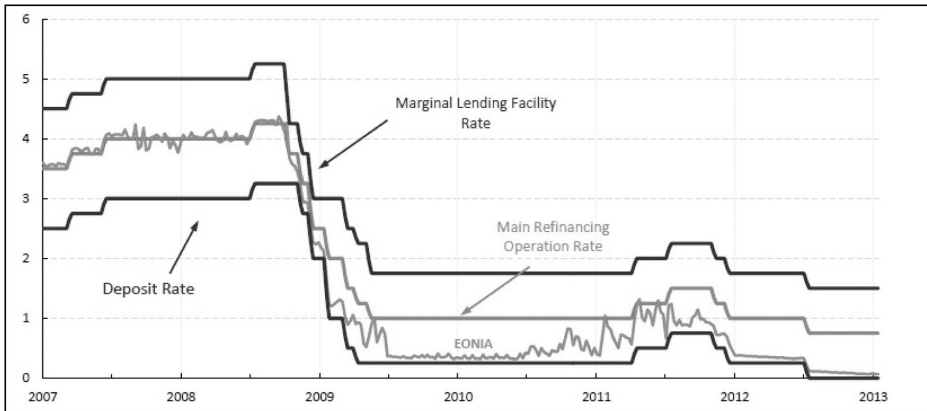
### 1. MONETARNA POLITIKA ECB TOKOM KRIZE

Fokus ECB je usmeren na bankarski sektor. Razlog je što bankarski krediti značajno učestvuju, u finansiranju privrednog sektora (70%).

U početnom periodu finansijskih turbulencija, ECB je preduzela mere „normalnog operativnog okvira“ obezbeđenjem pune likvidnosti bankama, u Evrozoni, na bazi kolaterala glavne stope refinansiranja. ECB je koristila dodatne operacije refinansiranja ročnosti na tri i šest meseci. Ove mere su delovale ohrabrujuće, u smislu poboljšane likvidnosti i spremnost banaka da nastave finansiranje privrede. Primenjene su operacije finog podešavanja s ciljem održavanja kratkoročnih kamatnih stopa, približno na nivou glavne stope refinansiranja.



**Grafikon 1.** Ključne ECB kamatne stope i prekonoćne stope



*Izvor:* Diaz-Antonio, J., Understanding the ECB, s monetary policy Notes, 2013

ECB je oktobra 2008. god. znatno smanjila ključne kamatne stope. Grafikon 1 pokazuje da su kamatne stope ECB za depozitne olakšice i marginalne kamatne stope objekta, uglavnom, uticale na formiranje koridora kratkoročnim kamatnim stopama na tržištu novca. Na istom grafikonu se vidi da je ECB, dok je primenjivala standardne operative okvire, prekonoćna kamatna stopa, EONIA, bila blizu referentne kamatne stope. Istovremeno, tromesečni spread između kamatne stope na tržištu novca (Main Refinancing Operation Rate) i swap stope EONIA su bile veoma blizu.

Nakon kolapsa Lehmana, finansijska kriza se intenzivirala punim kapacitetom. Eskalacija krize je izazvala uzajamno nepoverenje između aktera na međubankarskom tržištu. Nepoverenje je dovelo do porasta tromesečnih glavnih stopa refinansiranja. Povećanje ovih kamatnih stopa produbilo je spread između odgovarajućih noćnih swap sto-

pa (kratkoročne kamatne stope) dovodeći ih na nenormalno visoke nivoe. Veliki spread između ključnih kamatnih stopa je pretio da ošteti funkcionisanje transmisionog mehanizma monetarne politike i neposredno ugrozi realni sektor.

Pogoršanje tržišnih i finansijskih uslova primoralo je ECB da potegne za alatima NMP. Kamatna stopa na glavne operacije refinansiranja izgubila je svoju ključnu funkciju. Umesto nje, depozitna stopa ECB je preuzela značajnu ulogu u pozicioniranje EONIA i drugih kratkoročnih kamatnih stopa na tržištu novca nego što je to bilo pre krize. (ECB, monthly report for January 2010)

Da bi obezbedila nesmetano funkcionisanje transmisionog mehanizma monetarne politike, ECB je usvojila set „mera proširene kreditne podrške“. Ove mere su preduzete da bi podržale meru smanjenja ključne kamatne stope, koja izolovano ne bi imala efekte. Preduzetim merama ECB je produžila privremenu

ročnost dugoročnog refinansiranja LTRO (LTRO-Long term refinancing operation) na 12 meseci, obezbedila punu raspodelu kroz tendere sa fiksnom stopom, proširila zahteve kvalifikovanih kolateralna, osigurala likvidnost u stranim valutama uz kvalifikovane kolaterale Eurosistema i uspostavila Program kupovine pokrivenih obveznica (CBPP-Covered Bond Purchase Programme). Programom CBPP direktno je kupovala pokrivena obveznica od javnog i privatnog sektora na finansijskim tržištima. U periodu, od maja 2009 do juna 2010 god, kupljene su pokrivena obveznica u vrednosti od 60 milijardi evra. Program je 2012. god. ukinut.

Tokom, 2009. god., finansijska tržišta su signalizirala izvesne znake oporavka. Uspostavljeno je normalno funkcionisanje transmisije monetarne politike, poboljšani su tržišni i finansijski uslovi kroz smanjenje spreda ključnih kamatnih stopa, relativno su oporavljena tržišta akcija i obveznica, kamatne stope na bankarske kredite su smanjene na nivou tržišnih stopa i povećano je kreditiranje realnog sektora.

Pozitivni znaci su uticali da ECB krajem 2009. god. postepeno ukine pojedine nestandardne mere. ECB je postepeno ukinula dugoročne operacije refinansiranja (LTRO) povraćajem na tromesečne dugoročne operacije refinansiranja s promenljivim stopama i meru obezbeđenja likvidnosti u stranoj valuti.

Kada se pomislilo da je finansijska kriza u silaznoj putanji, Evrozoni, je pogodila, maja 2010. god., suverena dužnička kriza. Suverena dužnička kriza se ispoljila neobičnim trendom ka

stvaranju različitih finansijskih uslova u državama Evrozone. Ona je „dovela do fragmentacije finansijskog tržišta što je rezultiralo u značajnim razlikama u kreditnim uslovima širom Evrozone“. (Szczerbowicz, 2014) ECB je bila svesna pogoršane finansijske situacije i „osetila da treba da deluje kako bi osigurala da se njene ključne stope prenesu na privredu na homogen način i da se bori protiv rizika od zaraznih trendova koji proizlaze iz krize - krizom opterećenih zemalja. (Broyer, and et, 2014)

ECB je odgovorila intervencijama na tržištu obveznica, problematičnih članica, uspostavljanjem Programa tržišta hartija od vrednosti (SMP-The Securities Markets Programme), maja 2010. god. Program SMP obuhvata sterilisane i neutralne intervencije ECB dužničkim HOV privatnog i javnog sektora na sekundarnim finansijskim tržištima. Vladine obveznice su postale glavne za funkcionisanje transmissionog mehanizma monetarne politike. One „služe kao referenca za kamatne stope banaka, korporativnih obveznica i kao kolateral u operacije refinansiranja“. (Broyer, and et, 2014) Od marta 2011. god. nisu kupovane obveznice po programu SMP. To je bio period smanjenih finansijskih i tenzija suverenog duga u kojem je ECB povećala ključnu kamatnu stopu sa 1% na 1,5%. Pri tom, ECB je tvrdila da preduzete mere NMP u periodu smanjenih tenzija i promena njenih ključnih kamatnih stopa nisu povezane. U avgustu, 2011. god. tenzije suverenog duga su ponovo počele da rastu, te je ECB nastavila s programom SMP. Poslednja kupovina SMP je oba-

vljena u februaru 2012. god. a program je ukinut septembra iste godine. ECB, je programom SMP kupila državne obveznice u ukupnoj vrednosti od 220 milijardi evra (Grčka, 33,9, Irska 14,2, Italija 102,8, Portugalija 22,8 i Španija 44,2 milijarde evra).

Neizvesnosti na finansijska tržišta, tokom decembra 2011. god., i pogoršanje uslova privređivanja su primorali ECB, da ponovo vrati ključnu kamatnu stopu u Evrozoni, na prethodnom nivou. Takođe, ECB je pojačala primenu NMP kako bi poboljšala likvidnost bankarskom sektoru.

U dve operacije LTRO („poznate kao „Big Bertha“) održane, decembra 2011. i februara 2012. god., dodeljeno je oko jedan trilion evra. Likvidnost su banke različito koristile. Pojedine banke su uložile sredstva kod ECB, druge su koristile likvidnost za kupovinu državnih obveznica. LTRO je omogućio bankama da obezbede dovoljnu likvidnost na srednji rok, što im je efikasno koristilo da izbegnu smanjenje kreditnih linija usled dospelih obveznica. Novine ovih mera su se sastojale iz dve mogućnosti: prva, vreme trajanja dodatno osiguranih reprograma, po postojećoj fiksnoj stopi, kroz proceduru pune raspodele i druga, opcija između ugovornih strana, da se pozajmljeni iznosi mogu vratiti u bilo koje vreme posle isteka godine. Ove operacije su značajno povećale ukupnu imovinu ECB, odnosno proširile bilans stanja.

Jula 2012. god. kamata na depozitne olakšice pala je na nulu. To je izazvalo smanjenje ključne kamatne stope sa 1% na 0,75%. Rezultat pada ključne kamatne stope je manje korišćenje sredstava

iz nestandardnih objekata uz povećano ulaganje bankarskih sredstava na račune ECB.

Takođe, ostvarena je „veća dostupnost kolaterala, smanjenjem rejting praga za Hartije pokrivene aktivom (ABS-Asset-Backed Securities) čime je omogućeno nacionalnim centralnim bankama da prihvate obavljanje kreditnih potraživanja (bankarski krediti) kao sredstvo obezbeđenje na njihovu sopstvenu odgovornost. (Broyer, and et, 2014)

Suverena kriza je uzela maha i dovela u pitanje ekonomski razvoj pa čak i opstanak monetarne unije i evra. (Mirović, Mirdala, 2014) Reagujući na, gotovo neizdržive fiskalne tenzije, ECB je zauzela čvrst stav da uradi sve što je u njenoj moći da spasi evro. Istovremeno, ECB je najavila novi program, Trajnih novčanih transakcija OMT (OMT-Outright monetary transactions) koji je, avgusta 2012. god., uspostavljen. Zadatak OMT je sterilisana, neograničena kupovina „kratkoročnih državnih obveznica na sekundarnim finansijskim tržištima zemalja koje su tražile pomoć od EFSA/ESM. Istovremeno, ove mere su dizajnirane da isključe preterane špekulacije na finansijska tržišta i onemogućavaju destruktivna scenarija koja mogu da emituju negativne signale o ireverzibilnosti evra“. ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) OMT ima kapacitet da rešava rep rizike koji su počeli sve više da se ispoljavaju. Pri tom, ovi rizici vrše opasne pritiske na prinose suverenih dužničkih obveznica, što bankama otežava pristup sekundarnim finansijskim tržištima suverenih dužničkih obveznica.

## FINANSIJE

Podsticaji za upravljanje budžetskim deficitom ostaju nepromenjeni, zbog činjenice, da OMT obuhvata kupovinu državnih obveznica sa preostalim rokom dospeća do tri godine. Ono što je značajno, je da zemlje sa neodrživim budžetom moraju da podnesu prijavu ili zahtev za pomoć. Zahtev za pomoć podleže proverji koja je strogo uslovljena.

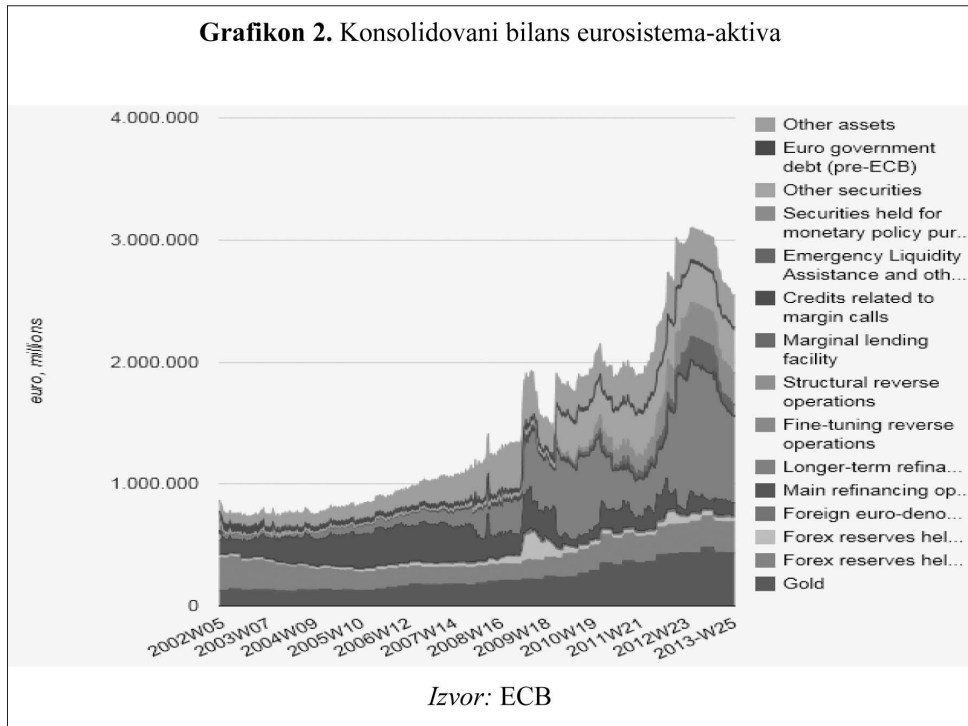
### 2. NESTANDARDNE MERE I BILANS STANJA ECB

ECB je tokom krize usmerena da obezbedi normalno funkcionisanje disfunkcionalnih tržišta, pružajući neograničene količine likvidnosti koje su rezultirale uvećanjem njenog bilan-

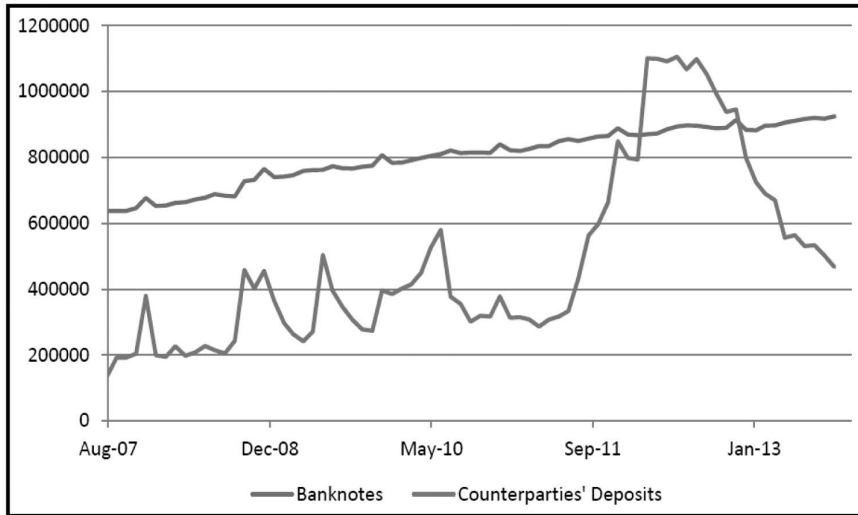
sa stanja. Na grafikonu 2 prikazana je evolucija ukupne aktive ECB (Eurosistema) tokom krize. Između 2007. god. i 2012. god. ukupna aktiva se skoro utrostručila sa 1,2 biliona evra na 3,1 biliona evra. Ukupna aktiva u bilansu stanja ECB krajem novembra 2013. god. iznosila je 2,3 triliona evra, skoro duplo nego pre krize.

Depoziti komitenta, na grafikonu 3 su septembra 2011. god. porasli a potom januara 2013. god. pali ispod kada se bilans stanja ECB proširio. U avgustu 2007. god. depoziti komitenta Euro sistema iznosili su 190 milijardi evra da bi sredinom 2012. god. dostigli maksimum od 1,1 milijardi evra i od tada opali za oko 446 milijardi evra.

**Grafikon 2.** Konsolidovani bilans eurosistema-aktiva



**Grafikon 3. Izabrana pasiva u ECB (Eurosistem)**

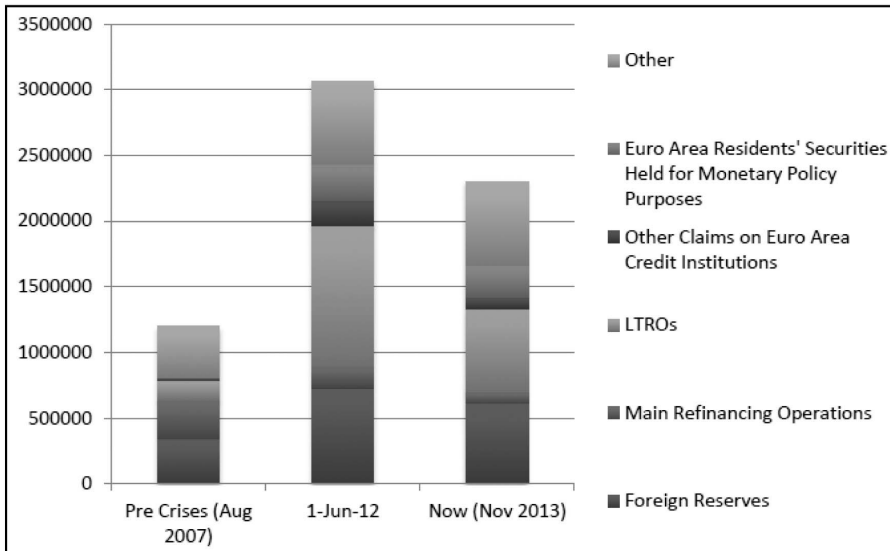


Izvor: ECB

Kupovinom HOV putem uspostavljenih objekata likvidnosti, tokom krize, ECB, je novembra 2013. god. imala

184 biliona evra i 57 biliona evra duga kupovinom preko Programa pokrivenih obveznica. (grafikon 4)

**Grafikon 4. Struktura imovine (aktive) Eurosistema u bilion evra**



S promenom veličine bilansa stanja, ECB je promenila sastav, ročnu strukturu i rizičnost svojih sredstava. Ove promene u strukturi bilansa aktive ECB, bez promene u veličini imovine predstavljaju kvantitativno ublažavanje ili popuštanje monetarne politike.

### 3. OPASNOSTI OD PROŠIRENOG BILANSA ECB

ECB je do sada uspevala da, posrednim putem, primenom mera NMP održava inflaciju, shodno kvantitativnoj definiciji<sup>1</sup>, a inflatorna očekivanja, na srednji rok, čvrsto usidri. Monetarna politika kvantitativnog popuštanja ECB do sada „nije uticala na široku ponudu novca i zbog toga nije rezultirala u inflatornim pritiscima.“ (Borio, Disyatat 2009) Bez obzira na uspeh ostvarenja očekivane inflacije u Evrozoni, ekspanzija proširenog bilansa je, potencijalni, konstantni okidač inflatornih pritisaka.

Na kratak i srednji rok, ne bi trebalo očekivati da dođe do inflatornih pritisaka. Razlog ovakvog uverenja baziran je na premisi, da se veća količina ubrizgane likvidnosti u finansijski sistem nalazi kao višak rezervi na računima ECB. ECB nije značajno povećavala, tokom krize, novčane agregate i s obzirom na tržišne uslove privređivanja nema realne opasnosti od povećanja cena. Do skoka cena u evro zoni može doći samo ako tražnja ojača i proizvodni troškovi porastu. Međutim, sve dok je privreda ispod rav-

notežnog nivoa opasnost od inflatornih povećanja ne postoji. U dogledno vreme očekuje se da se privreda Evrozone oporavi i približi ravnotežnom nivou. Oporavak privrede neposredno će uticati na ekspanziju bankarskih kredita koji će se finansirati iz rezervi banaka, uloženi na računima ECB. Ekspanzija bankarskih kredita, iz proširenog bilansa ECB, može dovesti do bržeg rasta novčanih agregata i olakšanja kreditnih uslova zaduživanja. Uz to, oporavak bankarskog sistema će dodatno uticati na povećanje inflatornih očekivanja i rast cena, pa zbog toga „centralne banke i ECB (autor) moraju držati oštro oko na monetarna kretanja kako bi osigurali da se inflatorni potencijal ne izgradi u budućnost“. (ECB Observer ) Način da ECB izbegne ovaj mogući scenario je da usvoji tzv. mere kompenzacione politike, eliminisanjem velikih rezervi u svom bilansu stanja ili da neutrališe moguće uticaje negativnih i neželjenih efekata kreditiranja iz proširenog bilansa na privredu. To je ustvari, a i često se naziva „izlazna strategija“ ili „sužavanje nestandardnih mera“.

Neke od mera NMP je ECB, po prirodi stvari obustavila kada nije bilo više uslova i potreba da se koriste. I to je jedan, nazovimo ga prirodni tok, sužavanja mera NMP. ECB je ukinula programe SMP i CBPP. Problem je sa merama koje je neophodno još primenjivati.

### 4. MONETARNA IZLAZNA STRATEGIJA

Centar za istraživanje ekonomske politike i Međunarodni centar za monetarne i bankarske studije su objavile Iz-

---

<sup>1</sup> ECB stabilnost cena definiše kao povećanje harmonizovanog indeksa potrošačkih cena u Evrozoni ispod 2% u odnosu na prethodnu godinu. (ecb.europa.eu)

veštaj 2013. god. sa sastanka u Ženevi na kome se, između ostalog raspravljalo, o važnim pitanjima sužavanja i izlaznoj strategiji iz NMP. Pojam sužavanja „nestandardnih mera“ odnosi se na ukidanje nestandardne monetarne politike i relativnu ekspanziju bilansa centralnih banaka. Izraz „izlaska“ odnosi se na povećanje politike kamatnih stopa i prilagođavanje srodnih portfolija bilansa centralnih banaka. (Guillermo, 2014) Izlaz se definiše kao „povratak vođenja centralnog bankarstva na neutralan način na tržištu“ (Zorn, Garsija, 2011) „koji ponovo vraća kratkoročnu kamatnu stopu kao ključni instrument politike i dva principa neutralnosti na kojima se zasnivao model centralnog bankarstva pre krize“. (Gabor, 2012 ) Svi su se složili da su glavni razlozi izlaska iz NMP mogući, budući, problemi vezani za inflaciju, finansijsku nestabilnost i moralni hazard.

U kriznim vremenima centralne banke vode politiku veoma niskih kamatnih stopa. One često praktikuju da duže vreme drže niske kamatne stope, iako su prestale potrebe za ublažavanje monetarne politike, ponekad i pre nego što pokrenu restriktivnije mere. Ukoliko bi centralne banke odlučile da prekinu primenu mere NMP i pokrenule ekspanziju bilansa stanja, to bi svakako, po nekom automatizmu, uslovalo donošenje odluke o promeni politike kamatnih stopa, navise, za duži vremenski period. Izbor vremena primene je odlučujući faktor. „Tajming sužava postojeće i povezane rizike koji zavise od preovladavajućih ekonomskih i finansijskih uslova kao i od toga

da li centralna banka donosi unapred smernice o politici kamatnih stopa“. (Guillermo, 2014) U tom kontekstu treba ukazati na nekoliko problema koje treba imati u vidu prilikom donošenja odluka o izlazu.

Prvo, dilema izbora vremena izlaska. Da li je bolje i efikasnije izaći relativno rano i na taj način izbeći rizik udara inflacije ili relativno kasno i usporiti privredni rast? Iskustva potvrđuju da je centralna banka mnogo efikasnija u kontrolisanju inflacije nego u podsticaju privrednog rasta. Bilansna politika može imati kratkoročne efekte na privredni rast bez podstrekiivanja inflacije, pod uslovom da se inflacionim očekivanjima upravlja sa čvrstom namerom da se smanji bilans i normalizuje monetarna politika. Međutim, i takvo razmišljanje nosi rizike. Neizvesnost buduće inflacije može da ugrozi transmisioni mehanizama čije se funkcionisanje oslanja na usidrena očekivanja, kreirana politikom kratkoročnih kamatnih stopa.

Drugo, definicija ciljeva u kontekstu sužavanja ili izlaza? Bez obzira na izbor vremena izlaska, ključni cilj centralne banke, svi su saglasni, ubuduće treba da ostane isti, stabilnost cena odnosno ostvarenje očekivane inflacije. Potpuna saglasnost ne postoji kada je u pitanju način ostvarenja ključnog cilja. Postoje mišljenja da to nije moguće primenom strategije ciljane inflacije, barem ne na način kako je to rađeno pre krize. Argument za takav stav proizlazi iz premise da normalizaciju monetarne politike nije moguće, ponovo, uspostaviti na nivou pre krize. Razlozi

za ovakav stav proizlaze iz buduće nezvesnosti finansijskih i tržišnih uslova. Možda će, a to je realna pretpostavka bar u ovom trenutku, da će buduće promene u finansijskim i tržišnim uslovima uticati da neke od mera NMP postanu standardne. Ciljevi centralne banke su prošireni na finansijsku stabilnost uz sinergetsku komunikaciju i koordinaciju sa novouspostavljenim telima za makroprudencijalni nadzor i regulaciju. Ostali ciljevi, po prirodi stvari, posredno, proizlaze iz ključnog cilja stabilnost cena.

Treće, konkurentnost između rizika finansijske stabilnosti u odnosu na nisku politiku kamatnih stopa? Finansijski posrednici, u uslovima dužih perioda niskih kamatnih stopa, verovatno će izgubiti strpljenje i pokrenuti potragu za veće prinose. Njihove aktivnosti će nedvosmisleno uticati na pojavu preteranih rizika. Vreme ranog izlaska bi sigurno predupredilo ove rizike ali bi istovremeno usporilo privredni rast a možda i dovelo do deflacije.

Četvrto, kakve bi implikacije na međunarodna finansijska tržišta imala strategija ranog izlaska? Vreme izlaska će se dešavati u različitim vremenskim periodima i sa različitim politikama kamatnih stopa. Posledice takvog scenarija zasigurno će biti efekat prelivanja na globalnom nivou. Nedostatak komunikacije i koordinacije na globalnom nivou može dovesti do volatilnosti kamatnih stopa i deviznih kurseva. Zbog toga potrebna je velika opreznost nacionalnih centralnih banaka od udara spoljnih eksternalija. Da bi izbegle negativan scenario, potrebno je da nacio-

nalne centralne banke, postignu sporazum o usvajanju zajedničke komunikacione strategije i koordinirane aktivnosti izlaska na globalnom nivou.

Pored navedenih, treba ukazati i na potencijalni problem moralnog hazarda koji produkuje politika kolaterala. Ova politika pruža mogućnost privatnim finansijskim institucijama da, u zamenu za likvidnost, na računima centralne banke drže nelikvidna ili kvalitativno lošija sredstva. Takva politika, pojačava opasnost od moralnog hazarda koji proizlazi od „očekivanja da će centralne banke biti voljne da opet intervenišu i ublaže privatne gubitke povezane sa brzim finansijskim inovacijama. (Gabor, 2012)

### 5. NEDOUMICE IZLAZNE STRATEGIJE ECB

Na kongresu u Berlinu 2013. god. Drahtmi je ukazao da u Evrozoni, „i dalje garantuje neki akomodativan stav i da je izlaz još daleko“. Ovaj stav je potvrdio još jedan visoki zvaničnik ECB, član Izvršnog odbora Coeure, potvrdivši da „u ovom trenutku ne bi trebalo da bude nikakvih sumnji da je naš ‘izlaz’ daleko i da naša monetarna politika jeste i ostaće akomodativna.“ (Coeure, 2013) Pri tom, on je stavio akcenat na nekoliko pitanja, koja se čini, bar za sada ostaju bez odgovora. Hoće li centralne banke, pa i ECB, da se vrate na svoje operativne politike pre krize kada se uslovi vrate u normalu? Ili, da li će neki od novih instrumenata ostati i biti spremni za korišćenje ili čak ostati kao samostalni instrument kao zamena za staru praksu?



Razlozi ovakvih stavova, rukovođićih ljudi ECB, proizlaze iz tekuće krize suverenog duga u Evrozoni i sporom i krhkom oporavku realnog sektora.

### 5.1 Normalizacija veličine bilansa stanja-smanjenje

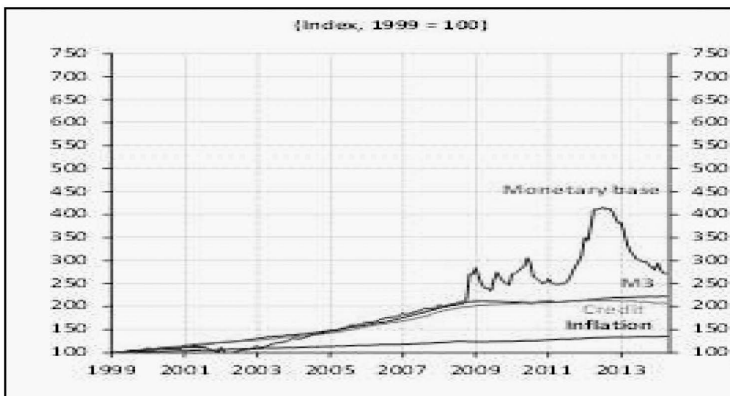
Bilans stanja ECB se, kao što smo videli, tokom eskalacije finansijske krize i krize suverenog duga udvostručio iznad ravnotežnog nivoa pre krize. Rast u pasivi delimično je proizašao od kreditiranja bankarskog sektora a delimično od kreditiranja vlada. Visok nivo bilansa stanja je dugoročno neodrživ.

Glavno pitanje, koje zaokuplja zvaničnike ECB ali i druge je da li veličina bilansa stanja treba da se vrati na nivo pre krize? Novčana baza, pre krize je igrala glavnu ulogu. Međutim, da li će ona nakon krize imati istu ili drugu ulo-

gu? To je teško predvideti. Ne mora da znači da će doći do promene. Mada sa sigurnošću to se ne može tvrditi. Razlog tome su neizvesnosti i nepoznanice u kom pravcu, ubuduće, promene mogu da idu.

Novčana baza je izvor kreiranja kreditnog potencijala banaka. Međutim, koliko će banke biti spremne da koriste ovaj izvor za kreditiranje. Pouzdano to se još ne zna. Banke su, tokom krize, preživele svakakve neprijatnosti i neugodnosti. „Stroži propisi, strah od gubitaka likvidnosti, nedovršeno smanjenje zaduženosti i viši nenaplativi zajmovi su pokazatelji prema nižoj kreditnoj bazi (novčani multiplikator)“. (Wyplosz, 2014) To ukazuje da je potrebno da novčana baza ostane veća nego pre krize. Međutim, pretpostavlja se da će, ubuduće, finansijska tržišta imati veću ulogu u kreditiranju u odnosu na ban-

**Grafikon 5.** Monetarna baza, novčana masa inflacija i kredit



*Izvor:* Constâncio, V., Challenges to monetary policy in the euro area, Speech, at the Athens Symposium on Banking Union, Monetary Policy and Economic Growth, Athens, 2014

karski sektor. Posebno, u Evrozoni, gde bankarski sektor ima prevagu u snabdevanju realnog sektora likvidnošću. (70%) Očekivani budući scenario će uvećati obim kreditnog potencijala. Istovremeno, on će promeniti strukturu izvora kreditiranja. Očekuje se da učešće novčane mase bude manje nego pre krize. Nije poznato hoće li se ova promena kreditne raspodele pojaviti u značajnoj meri i ako se pojavi, koliko će da bude velika. (Wyplosz, 2014) To implicira oprezan pristup ECB u vođenju monetarne politike i prilagođavanje novčane baze finansijskim uslovima.

Sve ovo ukazuje, a čelnici ECB to potvrđuju, da smanjenje bilansa stanja na novu normalnu veličinu neće ići lako a ni brzo. Normalizacija, bilansa stanja centralne banke je najviše politički kontroverzan u slučaju trajne kupovine aktive. (Gabor, 2012)

Organizovan rad i redosled poteza smanjenja rezervi je tehnički izazovan i složen postupak. ECB će morati postupno i oprezno, kroz duži vremenski period, da utvrdi održiv nivo bilansa stanja. Pri tom, posebno mora da obrati pažnju na sporo poboljšanje ekonomskih i finansijskih uslova. Kvalitet aktive i stres testovi u bankarskom sektoru će zasigurno zahtevati reformisanje i restrukturiranje nekih banaka. Pored toga, ECB, mora biti svesna da će kriza potrajati još neko vreme i da se tenzije u finansijski sistem mogu retrogradno opet pojaviti. Zbog toga ne treba biti preterani optimista o brznoj i skoroj normalizaciji u Evrozoni, koja može da potraje godinama.

### 5.2. Promena strukture i sastava bilansa

Tokom krize, pored veličine, promenio se i sastav i struktura bilansa stanja ECB. Izlaz iz NMP zahteva promenu strukture i sastava bilansa stanja. To povlači još jedan problem za koji izgleda rešenje, bar za sada, nije na vidiku. Tenzije krize suverenog duga još nisu ugušene. Tinjajuća kriza suverenog duga ispostavlja problem, ili još jasnije, pitanje koje se odnosi na povlačenje podrške ECB vladama i privatnom sektoru. „Čak i u optimističkom slučaju suverena dužnička kriza ne dovodi do restrukturiranja, mnoge vlade će nastaviti da se suočavaju sa skupim rizikom premija za neko vreme nakon što se oporavi pristup tržištima“. (Wyplosz, 2014)

Dužnička kriza je dovela do fragmentacije finansijskog tržišta što je rezultiralo u značajnim razlikama u kreditnim uslovima širom Evrozone. (Szczerbowicz, 2014) Međubankarska tržišta su postala disfunkcionalna. Kreditni uslovi zaduživanja su postali heterogeni u Evrozoni. ECB, da bi obezbedila jedinstveno međubankarsko tržište treba da eliminiše ove disfunkcionalnosti. Bez jedinstvenog međubankarskog tržišta, Evrozona ne može da funkcioniše kao monetarni sindikat. ECB je uspostavljanjem OMT učinila prvi korak u eliminisanju međubankarskih disfunkcionalnosti. I pored vidljivog napora sprovođenja usvojenih mera velike razlike i dalje ostaju. Svaka aktivnost ECB, u pravcu eliminisanja ovog problema, nameće joj obavezu da zadrži javne dugove koji su nastali od strane država Evrozone koje su bile pogođene krizom suverenog duga.

Prošireni bilans stanja ECB sadrži različitu aktivu s različitim rokovima dospeća. Ako ECB odluči da zadrži sredstva u bilansu do roka dospeća, a u međuvremenu se pojave izvesni inflatorni pritisci, teško će onda objasniti svoju odluku. Kod ECB postoje neizvesnost i velika dilema kada je u pitanju prodaja aktive. Teoretski, dinamika prodaje treba da izbegne veliku nestabilnost cena i očuva tržišnu neutralnost. „U praksi, izgleda da će pritisci na suverene prinose povećati troškove servisiranja javnog duga, što će verovatno izazvati vladina protivljenja otpuštanju i zbog toga je potrebna pažljiva koordinacija upravljanja javnim dugom a takođe potrebno je i pooštriti uslove finansiranja guranjem ročne strukture naviše“. (Gabor, 2012) Zaista, Banka Japana je izašla omogućivši dospelost kratkoročnih vladinih zapisa ali je izbegavala bilo kakvu prodaju dugoročnih suverenih obveznica. (Yamaoka, Sied, 2011)

ECB je snizila ključnu kamatnu stopu na donjoj granici nula. Standardni izlaz iz labave monetarne politike je podizanje politike kamatnih stopa centralne banke. (Guillermo, 2014) ECB može da podigne kamatnu stopu iznad donje granice nula. Povećanjem kamatnih stopa može da pokuša da se vrati na pretkriznu monetarnu politiku najavljujući nivo budućeg kamatne politike na celu krivu prinosa. Na taj način ECB može da vrati sposobnost uticaja na povećanje dugoročnih kamatnih stopa. Slično je uradio FED. Njegova iskustva treba koristiti. Mada teoretski čini se da je to izvodljivo. Međutim, u praksi, barem u ovom trenutku, to može da

prouzrokuje mnoge neželjene konsekvence. Stečena sopstvena i usvojena tuđa pozitivna iskustva i najbolja praksa, sa upotrebom dugoročne aktive, tokom vremena će možda uticati na ECB ali i druge centralne banke da zadrže obimnije količine dugoročnih sredstava. One bi predstavljale ozbiljan potencijal u slučaju pojave neke nove krize u budućnosti i ponovnog pada ključne kamatne stope na donjoj granici nula. Bilo kakvo rešenje da se iznađe za dospelost aktive u bilansu stanja ECB, sigurno je jedino, da će se novo normalno razlikovati od staro normalno, bar za duži vremenski period.

### 6. RIZIK IZLASKA

Nestandardna monetarna politika ECB, bez obzira što je bila efikasna, nosi velike neizvesnosti i rizike u dugoročnom vremenskom periodu. Posledice ove politike, gledano dugoročno, zamagljene su i nejasne, s obzirom na jedinstveno korišćenje pojedinih mera. Zatim, monetarne i ekonomske analize ne mogu da identifikuju negativne efekte dugoročnog popuštanja ili akomodativne monetarne politike u situacijama povećanja bilansa usled niskih kamatnih stopa.

Velike količine rezervi banaka putem bilansne politike su potencijalni izvori rizika sa negativnim efektima na agregatnu tražnju i inflaciju, posebno, u uslovima monetizacije suverenog duga. Visok nivo rezervi u bilansu stanja ECB može uvek da bude potencijalni okidač visoke inflacije. Stalno je prisutan strah od ekspanzije bilansa stanja. Da bi predupredila ovaj opravdani strah, ECB, za

sada, održava kamatnu stopu plaćanja na depozite na dovoljno visokom nivou i na taj način podstiče spremnost banaka da drže svoja sredstva na računima kod nje. Pored toga, ECB uvek može da poveća kamatnu stopu plaćanja na depozite banaka. Ovakvom politikom ECB kontroliše inflaciju. U slučaju da ECB odluči da smanji rezerve ona to može učiniti smanjenjem kamatne stope plaćanja na depozite banaka. Ako to radi previše brzo rizikuje da podstakne inflaciju. Pad rezervi istovremeno će prozrokovati u nekom momentu i smanjenje sredstava ECB uključujući i HoV. S druge strane, privlačna kamatna stopa plaćanja na depozite sigurno će podsticati banke da drže sredstva pre u ECB nego da finansiraju realni sektor. U toj situaciji ECB rizikuje da guši i ometa privredni oporavak.

Izlaz ECB iz NMP, u trenutnom okruženju, moglo bi da proizvede rizike koji bi ugrozili krhku finansijsku stabilnost. Niske kamatne stope i izvesna stabilnost su faktori koji sadrže potencijalne rizike koji mogu ugroziti, ionako, krhku stabilnost finansijskog sektora. „Izlaz bi mogao biti povezan sa nagibom krive prinosa jer su očekivanja od niske kratkoročne stope obrnuta i centralne banke će smanjiti svoje učešće dugoročnih HoV. Neizvesnost na putu izlaska iz nekonvencionalnih politika može izazvati porast nestabilnosti na dugom kraju krive prinosa, izlažući banke i investitore do znatnih gubitaka. Ovi efekti će biti izraženiji ako brzina prilagođavanja kamatnih stopa na tržištu budu veća od očekivanih“. (Coeure, 2014) Povećanje kamatne stope će

proizvesti kapitalne gubitke na HoV sa fiksnim prinosima. Takođe, uticaće na kreditni rizik zbog izazvanih, povećanih inflacionih očekivanja umesto poboljšanja privrednog rasta. Produžavanjem perioda niskih kamatnih stopa i prevelika likvidnost, uz odlaganje izlaza, može ugroziti efikasnu alokaciju resursa i uticati na buduće promene u tržišnim očekivanjima. Sve to, može dovesti do izloženosti finansijskog sektora istim rizicima koji su uticali na pojavu finansijske krize.

Rizik preliivanja dolazi „najviše od važnih industrijalizovanih ekonomija zemalja u razvoju koje mogu imati značajne reperkusije na Evrozonu“ (Belke, 2014) Na primer, sužavanje u Evrozoni, može preusmeriti globalnu likvidnost, ekonomija u nastajanju, u Evrozoni i izlaz učiniti skupim ili gotovo nemogućim. Rizik preliivanja, takođe, može nastati kroz trgovinu i investicije. Niže kamatne stope u Evrozoni mogu da podstaknu otok kapitala u zemljama koje nude veće stope prinosa. U sistemu NMP kamatne stope u Evrozoni, su dugoročno niske. Duži period niskih kamatnih stopa će sigurno uticati na odliv kapitala, s obzirom da diferencijalne kamatne stope utiču na tokove kapitala. Ako je primetna veća kupovina obveznica znači da postoji odliv kapitala, pravdan niskim kamatnim stopama. U tom kontekstu, „efekti portfolio rebalansa su pokretačka sila koja dozvoljava investitorima da zame ne svoje suverene obveznice sa odgovarajućim sredstvima ekonomija koje nisu angažovale nestandardnu monetarnu politiku“. (Belke, 2014)

Postoji rizik od prodaje imovine. On je rezultat okruženja neizvesnosti. ECB može da odluči da počne prodaju svojih ogromnih obveznica ili drugu imovinu. Prodaja bi mogla da prouzrokuje velike skokove i da dovede do nestabilnosti u tržišnim očekivanjima. ECB može da smanji svoj portfolio, „direktno prodajom ili kontinuirano preko obrnuti repo ugovorom“. (Thornton, 2013) Efekat je isti, ali najbolje je kombinovati obrnuti repo ugovor i prodaju. Međutim, cene imovine padaju kako kamatne stope rastu. ECB bi mogla da pretrpi kapitalne gubitke na razlici između niže prodajne i više kupovne cene. Kapitalni gubici se mogu ublažiti prodajom dugoročnih HoV uz istovremenu kupovinu kratkoročnih HoV. Takvom prodajom bi se smanjila ukupna veličina bilansa. Mnoge HoV su kupovane po nižim cenama od prinosa koje su nosile. Zbog toga, „kamatne stope bi trebalo malo da rastu pred svaki gubitak kapitala koji može da nastane na takve obveznice. (Thornton, 2013)

Nepreciznost vremena izlaska, ranije ili kasnije, pretili da vaskrsnu disfunkcionalnosti tržišta. Ovaj rizik je više zaražan ako ECB igra ulogu tržišnog mejkera ili ako ima veliki udeo neizmirenih obaveza po osnovu HoV. Prodaja imovine od strane ECB može da „dovede do izazova finansiranja komercijalnih banaka od smanjenja slobodnih rezervi banaka koji obično predstavljaju pandan prodaje aktive centralne banke. (Belke, 2014)

Ipak, i pored svih neizvesnosti, projevava izvestan optimizam, koji se zasniva na instrumentima koji se koriste i

rezultate monetarne politike. HoV u SMP se drže do dospeća, višak likvidnosti je sterilisana sa obrnutim operacijama a banke mogu da otplaćuju svoje dugove pre roka dospeća kako se tržišni uslovi poboljšavaju. Ovaj optimizam, bez obzira na argumente, nosi ozbiljan rizik samozadovoljstva.

Kada je najmanji rizik izlaska? Treba verovati Coeure koji kaže „vrlo verovatno da će se izlaz održati u okruženju u kome se kredit oporavio i rizici iz privrede povukli čineći finansijski sektor više robusnijim na šokove kamatnih stopa“.

### 7. IZAZOVI IZLASKA

Izlazak ECB iz nestandardne monetarne politike, bez obzira što njeni članici ukazuju da se to neće dogoditi u bliskoj budućnosti, nameće mnoge izazove s kojima će morati da se suoče. Izlazak je neminovan pre ili kasnije. Kada, teško je prognozirati i odgovoriti, ali kako, nema mnogo opcija, moraće da povećava kamatne stope i smanjuje bilans stanja. Ove dve mere zahtevaju uravnotežen pristup, paralelnu primenu obe zajedno i brzo delovanje. „Ključ za uspešnu implementaciju ove politike je da se u potpunosti razumeju obe strane izlazne strategije i da minimiziraju štete ka ekonomskom oporavku kao i da smanje negativni efekti kao što je povećanje inflacije.“ (Seiwong, 2010)

Naizgled ove mere su kontradiktorne, jer imaju suprotna dejstva ali više su komplementarne jer bez njihovog istovremenog prostornog i vremenskog delovanja nema bezopasnog izlaska iz nestandardne monetarne politike ECB.

Složen odnos između obe mere, zahteva od ECB promišljen pristup i veliku posvećenost. Razlog je njihov zajednički uticaj na povećanje dugoročnih kamatnih stopa, aprecijaciju deviznog kursa i na mogućnost smanjenja cene imovine. Mera podizanja kamatnih stopa u Evrozoni će nedvosmisleno delovati na dugoročne kamatne stope preko već usidrenih dugoročnih očekivanja i čvrstog kredibiliteta o stvarnoj nameri izlaska. Istovremeno, to će dovesti do smanjenja cena njene aktive i uticati na rast deviznog kursa. Pad cene njene aktive će povećati prodaju i automatski smanjiti bilans stanja, što otvara manevarski prostor da ECB poveća svoje kamatne stope.

ECB u bilansu stanja poseduje različite vrste imovine, uključujući delimično i kolaterale. Heterogenost imovine, komplikuje donošenje odluke o utvrđivanju redosleda odricanja, odnosno prodaje. Kojoj imovini će ECB dati prioritet? To zavisi, isključivo od stanja u finansijskim i tržišnim uslovima ali i oporavka realnog sektora. ECB je ostvarila imovinu od podrške likvidnosti ugroženim sektorima, kupovinom pokrivenih i suverenih obveznica. Vreme prodaje ovih obveznica svakako je uslovljeno oporavkom i poboljšanjem poslovanja sektora koji su bili uzrok neophodne podrške likvidnosti. Kriza suverenog duga u Evrozoni nije u celosti rešena. Prodaja obveznica, članica Evrozone, u kojima tenzije suverenog duga još traju, bila bi opasna za finansijsku stabilnost ili nemoguća, ako one nisu još oporavile pristup tržištima. Znači, ECB mora da uzme u obzir ovu

činjenicu i da izlaz jasno definiše sa okončanjem suverene krize.

U protivnom, može se dogoditi, da su vlade, naizgled stabilizovale fiskalne tenzije, oporavile pristup tržištima i suzile spread kamatnih stopa. Pozitivni impulsi, iz zemalja suverenog duga, mogu podstaći ECB da proda odgovarajuću sumu javnih dugova. Može se dogoditi da tržište apsorbuje HoV javnog duga i nepredviđeno, opet izazove umereno povećanje premija. Posledice takvih tendencija su neizvesnosti i panike, koje mogu primorati ECB da ponovo reaguje istom politikom. U takvoj situaciji, izlaz bi bio previše rizičan sa nesagledivim negativnim posledicama.

Ukoliko se oporavak ubrza i opravdano primeni izlaz, a neke vlade još nisu oporavile pristup tržištima, ECB će se naći u dilemi - da li da odloži izlaz i da li da se odrekne HoV javnog duga. Svakako, odgovor ECB treba da bude u nastavljanju akcije izlaska, da održi HoV javnog duga i da pokrene aktivnosti u pravcu normalizacije politike kamatnih stopa pre politike smanjenja bilansa. Izazov nije nimalo lak i jednostavan.

Ipak, „kreatori monetarne politike moraju da budu svesni ovih izazova i da treba da se zaštite od rizika finansijske i „fiskalne“ (autor) dominacije držeći jasan fokus na svoj mandat“. (Coure, 2014)

### ZAKLJUČAK

Izlaz, iako je još daleko, svakako će morati da se osloni na dve osnove, podizanje kamatne stope i smanjenje veličine bilansa stanja. Glavni problem će biti kada uključiti oba procesa i kojom brzinom. U tom kontekstu, ECB će biti ponovo na

iskušenju i opet će biti prinuđena da eksperimentiše. Postoje mnogobrojna pitanja, dileme, neizvesnosti koje ne daju veliki manevarski prostor za eksperimentisanje. Ipak, ne postoji izbor.

Iz NMP se na kraju mora izaći. Do konačnog izlaska, neophodno je postepeno sužavati i ukidati pojedine mere kada god situacija to dozvoli. Ukoliko ECB želi da ostvari svoj ključni cilj, stabilnost cena i usidrenje inflacije na srednji rok, ona mora da normalizuje politiku kamatnih stopa i smanji bilans stanja na nivo koji bi neutralisao stvaranje odbeglog kredita. Istovremeno, ECB treba da prihvati nespornu činjenicu, da bilans stanja neće više nikada biti na nivou pre krize. Činjenica je istorijska, jer posle svake krize centralne banke su doživljavale promene. I ova nije izuzetak. Bilansi će se normalizovati, najverovatnije na nekom višem ili novom normalnom nivou.

Vreme izbora izlaska će verovatno biti posebna i verovatno najteža odluka. Izgleda da bi izbor najbolje odluke izlaska bio u trenutku ubrzanja usporenog privrednog rasta. Brzina privrednog rasta treba da bude impuls oporavka i okidač kreditne ekspanzije. Ali i tu vrebata opasnost, koja tera na opreznost. Pojedini segmenti privrednog rasta će se vratiti na željene nivoe. Slabost pojedinih banaka i opterećenost pojedinih vlada visokim dugovima, u priličnoj meri, mogu da ugroze slab privredni oporavak. Zbog tih opasnosti, potreban je zdrav finansijski sistem. On je uslov za efikasan izlaz i stvaranje bankarskog sindikata u Evrozoni.

Bez obzira na sve, izlaz zahteva postepen i stabilan proces normalizacije uz promene obe politike, politike kamatnih stopa i politike proširenog bilansa stanja. Drugim rečima, izlaz ECB iz nestandardne monetarne politike će potrajati, i po trenutnom faktičkom stanju, to je još uvek daleki cilj sa velikim neizvesnostima i svakojakim iznenađenjima na tom nimalo prilagodljivom terenu. Važno je da ECB, do sazrevanja uslova izlaska, nastavi sa čvrstim upravljanjem budućim očekivanjima.

Mnoge mere su, po prirodi, ukinute, neke su ojačane. Pitanje je da li će se moći ukinuti sve nestandardne mere monetarne politike i učiniti moguć povratak na standardne mere pre krize? Teško, možda u tim promenama i prilagođavanjima, ECB neku od nestandardnih ubuduće koristiti kao standardnu meru.

### LITERATURA

1. Belke, A., Exit Strategies and Their Impact on the Euro Area, A Model Based View, RUHR Economic Paper, 2013
2. Borio, C., Disyatat, P., Unconventional Monetary Policies: An Appraisal, BIS Working Paper 292, Bank for International Settlements, Basle, 2009
3. Broyer, C., Heise, M., Hofmann, T., Monetary policy exit scenarios in the euro area and in the USA, Working Paper, No 171, 2014,
4. Constâncio, V., Challenges to monetary policy in the euro area, Speech, at the Athens Symposium on Banking Union, Monetary Policy

- and Economic Growth, Athens, 2014
5. Coure, B., Were to exit to? Monetary policy implementation after crisis, Geneva conference on the World Economy: „Exit strategy :time to think about them“ May 2013
  6. Diaz-Antonio, J., Understanding the ECB, s monetary policy Notes, 2013
  7. ECB Observer, various issues, Web [http:// www. ECB-observer. com](http://www.ECB-observer.com)
  8. ECB, monthly report for January 2010,
  9. Gabor, D., Now to exit unconventional monetary policy: a return to the Great Moderation model of central banking? University of the West of England 2012
  10. Guillermo, DE LA D., Tapering and exiting from present monetary policy, Policy 2014
  11. Momirović D., Mirdala, R., Real Central Bank Independence in the Post-crisis period myth, *Ekonomika*, No. 1 Niš, 2014
  12. Seiwong, H., Discussion about Exit Strategies and Their Impact on Koreas Financial, Markets, Korea Capital Market Institute’s 2010
  13. Sibert, A., Central Bank Exit Strategies, Policy Department a: Economic and Scientific, 2014
  14. Szczerbowicz, U., The ECB, and Unconventional Monetary Polices: Have they lowered market borrowing costs for banks and governments? The Reasrch Institute of Economy, Trade and Industry, Discussion Paper Series 14-E-008, Paris, 2014
  15. Thornton, L., A perspective on possible Fed exit strategies, Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses, No. 21
  16. [www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monopol/html/mp\\_011.en.html](http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monopol/html/mp_011.en.html)
  17. Wyplosz, C., Exit Strategies, Policy Department a: Economics and Scientific Policy, 2014
  18. Yamaoka, H., Syed, M., Managing the Exit: Lessons from Japan’s Reversal of Unconventional Monetary Policy, IMF Working paper, 2010
  19. Zorn, L., Garcia, A., Central Bank Collateral Policy: Insights from Recent Experience, Bank of Canada Review, 2011



Rad primljen: 11. 9. 2014.  
UDK: 005.334:336.71 339.747(100)  
ID BROJ: COBISS.SR-ID 211487500 9  
Pregledni rad

# **OPERATIVNI RIZICI U SVETLU BAZELSKIH SPORAZUMA I SVETSKA FINANSIJSKA KRIZA**

## *OPERATIONAL RISKS IN THE LIGHT OF BASEL AGREEMENTS AND GLOBAL FINANCIAL CRISIS*

**Mr Slobodanka JOVIN, dr Slaviša ĐUKANOVIĆ,  
Mba Mirela MOMČILOVIĆ**  
**Visoka poslovna škola strukovnih studija Novi Sad**

### **Rezime**

Kreditni i tržišni rizik su dugo vremena smatrani najznačajnijim bankarskim rizicima. Ipak, upravljanje operativnim rizicima nije nova praksa jer je bankama oduvek bilo važno da spreče prevare i smanje greške u odvijanju transakcija. Kroz primere najvećih gubitaka u bankarskom poslovanju u poslednje dve decenije koji su velikim delom posledica operativnih rizika, prikazan je značaj i važnost upravljanja ovim rizicima. Pored toga, operativni rizici su imali uticaj i na pojavu najnovije svetske finansijske krize. U radu je opisan proces upravljanja operativnim rizikom kao i bankarska procedura kojom se reguliše ovaj postupak. Dat je osvrt i na zakonsku regulativu, od Bazelskog sporazuma do Narodne banke Srbije, koja je novim Zakonom o bankama i pratećim odredbama uradila značajan napredak u odnosu na prethodnu regulativu, naročito kad je u pitanju operativni rizik.

**Ključne reči:** UPRAVLJANJE RIZICIMA, OPERATIVNI RIZICI, BAZELSKI SPORAZUMI, SVETSKA FINANSIJSKA KRIZA, BAZEL III

## Summary

*Credit and market risk have been considered as the most important banking risks for long time. However, operational risks management is not any novelty because the banks always take care on preventing any kind of fraud and on decreasing faults in transactions. Through the samples of the biggest losses in banking business for the last two decades that are, in large part, consequences of operational risks, importance and significance of those risks management have been shown. Also, operational risks have had an impact on the occurrence of the latest global financial crisis. This paper describes the process of operational risk management, as well as banking procedure regulating this process. Also, a review on legislation has been given, starting from Basel Agreement up to National Bank of Serbia which, with new Law on Banks and belonging provisions, has made a significant progress in relation to previous regulation, especially when operational risk is in charge.*

**Key words:** RISK MANAGEMENT, OPERATIONAL RISKS, BASEL AGREEMENT, GLOBAL FINANCIAL CRISIS, BASEL III

### UVOD

Ubrzan razvoj bankarstva uticao je na sve veću izloženost banaka različitim vrstama rizika. Pod rizikom se podrazumeva svaka neizvesna situacija u poslovanju banaka, odnosno verovatnoća nastanka gubitka ili smanjenja dobiti usled neželjenih događaja.

Sa povećanjem obima poslova koje banke nude, rastu profiti, ali raste i izloženost rizicima. U svom poslovanju banke su izložene kreditnim, tržišnim, rizicima likvidnosti, operativnim i drugim vrstama rizika. Svaki od ovih rizika zahteva analitički pristup i uspešno upravljanje kao i blagovremeno identifikovanje uz odgovarajuće mere zaštite.

Fokus upravljanja rizicima je oduvek bio na kreditnim i tržišnim rizicima, od kojih najviše zavisi rizik solventnosti. Banke često primenjuju teh-

nike za smanjenje rizika (npr. hipoteka, hedžing, sekjuritizacija imovine) kako bi umanjile izloženost tržišnom i kreditnom riziku, ali te tehnike mogu dovesti do pojave ostalih oblika rizika kao što je pravni rizik koji je deo operativnog rizika.

Banke su od davnina morale da se zaštite od ključnih pretnji za njihovo poslovanje kao što su pljačke i razne malverzacije. Upravljanje ovim rizicima obuhvatalo je praktične tehnike za smanjivanje mogućnosti gubitka, bilo putem službe fizičkog obezbeđenja ili ugradnju kompjuterskih sistema. Međutim, razvoj tehnologije stavlja operativne rizike u prvi plan.

Operativni rizici beleže stalni rast što problematiku upravljanja ovim rizicima čini važnom i aktuelnom. S obzirom da su se poslednjih dvadesetak go-

dina desili veliki gubici u bankama iz razloga lošeg upravljanja operativnim rizikom, Bazelski odbor je rešio da se ovom riziku posveti znatno veća pažnja o čemu će biti detaljnije rečeno u radu. Danas banke sveobuhvatno upravljaju ovim rizikom što podrazumeva njegovu identifikaciju, merenje, procenu, ublažavanje, praćenje, kontrolu i izveštavanje kao i formiranje adekvatnog kapitala za pokriće izloženosti operativnom riziku. Upravljanje ovim rizikom je otežano jer se radi o relativno mladoj disciplini pa ne postoje relevantne baze podataka a u mnogim slučajevima ni informatička podrška.

### **1. Karakteristike i značaj operativnih rizika**

Bazelski komitet operativni rizik definiše kao rizik od gubitka koji proizilazi iz neadekvatnih ili neuspešnih internih procesa, ljudi i sistema ili spoljnih događaja. Prema Bazelskom sporazumu, operativni rizici obuhvataju i pravne rizike ali isključuju strateški rizik i rizik reputacije. Pored definicije koju je dao Bazelski komitet i nacionalni regulatori i centralne banke imaju mogućnost da same daju svoju definiciju operativnog rizika. Tako Narodna banka Srbije<sup>1</sup> operativni rizik definiše kao rizik od mogućeg nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke usled propusta koji mogu biti namerni i nenamerni u radu zaposlenih, neodgovarajućih unutrašnjih procedura i procesa, neadekvatnog upravljanja informacionim i drugim sistemima u ban-

ci, kao i usled nastupanja nepredvidivih eksternih događaja.

Postoji i grupa operativnih rizika koja se graniči sa kreditnim rizikom:

- greške u instrumentima obezbeđenja - predstavljaju pogrešnu procenu vrednosti instrumenta obezbeđenja, propust u praćenju vrednosti obezbeđenja ili pravovremenog aktiviranja obezbeđenja, što može dovesti do rizičnosti plasmana odnosno formiranja dodatne rezervacije za kreditni rizik;
- proceduralne greške - utiču na nastanak gubitka, u slučaju da se plasman odobri pod uslovima koji nisu u skladu sa prihvatljivim nivoom rizika za banku;
- prevare - kredit odobren na osnovu lažnih finansijskih izveštaja ili drugih falsifikovanih dokumenata i lažnih podataka;
- pravna pitanja - kreditna dokumentacija koja sadrži pogrešne i dvosmislene klauzule ugovora;
- sistemi rejtinga – greške u sistemu rejtinga klijenta koje dovode do toga da se transakcija odobri iako nije dozvoljena.

Merenje operativnog rizika je važna faza u upravljanju ovim rizikom a podrazumeva ocenu verovatnoće da će se desiti neželjen događaj i trošak koji je taj događaj prouzrokovao. Operativni rizici direktno utiču na finansijski gubitak i to bilo greškom, prevarom ili propuštanjem prilike da se pravovremeno reaguje na određenu poslovnu aktivnost. Osoblje koje prekoračuje svoja ovlašćenja ili obavlja bankarske poslo-

---

<sup>1</sup> Odluka o upravljanju rizicima, 92/2013, str. 28

ve nestručno i visokorizično, ugrožava interese banke svojim operativnim rizicima.

Uzroci operativnog rizika mogu biti interni i eksterni. U okviru internih prevara, može se javiti namerno pogrešno izveštavanje o pozicijama, potkradanje zaposlenih i slično, dok je kod eksternih prevara tipičan primer pljačka, izdavanje čekova bez pokrića te šteta nastala usled nedozvoljene upotrebe tuđeg računara.

U okviru linije ljudskih procesa koja obuhvata klijente, proizvod i poslovne procese, primer operativnog rizika može biti kršenje poverilačkog odnosa, zloupotreba informacija, prodaja nedozvoljenih proizvoda i slično. Oštećenje materijalne imovine može se desiti usled terorizma, potresa, požara i poplave. Do greške u sistemu može doći zbog grešaka na hardveru i softveru, telekomunikacijskih problema i prekida rada. Takođe, greške u unosu podataka, propusti u upravljanju obezbeđenjem, nepotpuna pravna dokumentacija, neovlašćeni pristup računima klijenata, mogu dovesti do pojave operativnog rizika u okviru poslova izvršavanja, isporuke i upravljanja procesima.

Sa rastom obima elektronske trgovine rastu i rizici povezani sa sigurnošću sistema čime se povećava izloženost eksternim prevarama. Korišćenjem tehnologija sa visokim nivoom automatizacije nastaju rizici otkazivanja sistema što može imati velike posledice po banku. Operativni rizik može nastati i zbog zloupotrebe klijenta ili loše dizajniranog sistema. Primer mogućeg rizika bezbednosti jeste neautorizovani pri-

stup sistemu i zloupotreba ličnih informacija drugih klijenata banke kao što su brojevi računa, lozinke, brojevi kreditnih kartica i slično. Primer ovih prevara je i tzv. fišing (phishing), Đorđević, [2010]. Američka banka Citibank bila je predmet ove prevare. Putem elektronske pošte, napadač saopštava korisniku bankarske usluge da banka kreira nove sigurnosne sisteme zbog kojih je potrebno potvrditi podatke o kreditnim karticama. Žrtva se potom usmerava na lažnu web stranicu gde unosi svoje lične podatke, ne znajući da ih je upravo saopštila prevarantu i pljačkašu. Iako banke pokušavaju da se zaštite na mnogobrojne načine, bitka sa sajber kriminalcima i dalje traje. Korisnicima preostaje da se kroz edukaciju zaštite na što bolji način kroz upotrebu antivirus programa, upotrebu filtera za neželjenu poštu, češće proveravanje stanja računara, da ne otvaraju linkovane sajtove u sumnjivim porukama i slično. Na nivou banke, politika bezbednosti i standardizacija su ključne za minimizaciju operativnog rizika u internet banкарstvu.

Posledice događaja koji su doveli do operativnog rizika imaju kvantitativni i kvalitativni uticaj.

Posledice sa kvantitativnim (finansijskim) uticajem su sledeće:

- smanjenje vrednosti aktive usled prevare, krađe, kreditnih gubitaka i slično;
- odštete nastale zbog plaćanja trećim licima za gubitke za koje banka snosi odgovornost;
- pravni troškovi;
- gubitak ili šteta na imovini koja

može nastati usled direktnog smanjenja vrednosti fizičke imovine usled nesreća, prirodnih nepogoda i sl.

Posledice sa kvalitativnim uticajem obuhvataju:

- posledice po reputaciju i imidž;
- uticaj na kreditni i tržišni rizik;
- uticaj na zadovoljstvo klijenata i sl.

Pokušaj minimiziranja operativnog rizika može biti skup. Banka može da uvede bolju informacionu tehnologiju sa više bezbedonosnih uređaja što zahteva ogromna ulaganja. Stoga je potrebno pažljivo proceniti cenu rizika uloženog kapitala u odnosu na smanjenje operativnog rizika.

Praktična iskustva pokazuju, da merenje i procena operativnog rizika u banci nije jednostavan zadatak jer je neophodno prethodno klasifikovati događaje i objediniti podatke u vezi sa rizicima. Bez obzira na teškoće, svaki operativni rizik treba procenjivati da bi se izbegao direktan ili indirektan gubitak koji proističe iz neadekvatnih ili pogrešnih internih procesa, ili po osnovu eksternih događaja. Treba oceniti i pratiti verovatnoću nastanka operativnog rizika i predvideti troškove, da ne bi došlo do većih gubitaka u poslovanju banke. Konkretan pristup upravljanju operativnim rizikom koji izabere pojedina banka zavisi od niza faktora uključujući njenu veličinu, tehničku opremljenost, te prirodu i složenost njenih aktivnosti.

Upravljanje operativnim rizicima različito se razlikuje u odnosu na upravljanje kreditnim ili tržišnim rizicima. Analize uzroka, preventivne mere i sistemi ranog

upozoravanja, mnogo su značajnije nego mere diverzifikacije i hedžing. Takođe, velika razlika između upravljanja kreditnim i tržišnim rizicima s jedne strane, i operativnim rizicima s druge strane, jeste kombinacija različitih rizika. Kod kreditnih i tržišnih rizika diverzifikacija može umanjiti rizik. Međutim, kombinacija više portfolija ne menja, nego uvećava potencijalne gubitke.

U cilju preciznije slike o gubicima koju operativni rizici mogu prouzrokovati, u nastavku će biti dat pregled nekih od najvećih javno publikovanih i objavljenih gubitaka u finansijskim institucijama uzrokovanih operativnim rizicima.

Barings banka, jedna od najvećih u Londonu, zbog prevara u trgovanju od strane jednog od menadžera Nika Lisona, ostvarila je gubitak od 1,2 milijarde dolara. Lison je radio u singapurskoj filijali Barings banke trgujući derivatima i fjučersima. Sa malverzacijama je počeo 1992. godina a kad je upao u gubitke, tri ih je godine krio na računu namenjenom za knjiženje grešaka. Gubici su rasli, a period akumuliranja gubitaka trajao je četiri godine nakon čega je banka 1995. godine bankrotirala. Važno je napomenuti da se radi o banci sa tradicijom dugom 233 godine. Tome je doprineo i nejasan sistem obaveza, odgovornosti i kontrole u toj banci. Sigurnosne mere u finansijskom poslovanju su zakazale a kasnije je utvrđeno da je Lison mogao realizovati svoje aktivnosti samo zahvaljujući nemaru svojih nadređenih. On je osuđen na 6,5 godina zatvora, detaljnije u Lleo, [2001].

Daiwa Bank, iz SAD ostvarila je približne gubitke od oko 1,1 milijarde dolara. Uzrok je opet bila prevara u trgovanju a period akumuliranja gubitaka trajao je čak 12 godina, detaljnije u Lleo, [2001]. Tošide Iguči, potpredsednik filijale japanske banke u Njujorku, u pokušaju da prikrije početni gubitak od nekoliko stotina hiljada dolara, neovlašćeno je trgovao obveznicama klijenata i banke i falsifikovao preko 30.000 računa i drugih dokumenata. Iako je Daiwa banka bila u 10 top banaka u Japanu, neverovatno je da je sistem kontrole u potpunosti zakazao, i da sam Iguči nije priznao prevaru usled pritiska, pitanje je da li bi i kada bio otkriven. Osuđen je na četiri godine zatvora i finansijsku kaznu od 2,6 mil. dolara.

I Societe General banka je bila žrtva prevare od strane Francuza Žeroma Kervijela. Banka je pretrpela štetu od 6,7 milijardi dolara tokom 2008. godine što se smatra jednom od najvećih finansijskih prevara u bankarskom poslovanju. Kervijel je bez ovlašćenja činio ulaganja na tržištu fjučersa. Zahvaljujući poznavanju procedura risk menadžmenta, kroz niz fiktivnih transakcija je naneo veliku štetu banci bez znanja menadžmenta. Utvrđeno je da je Kervijel prikrivao uplate u iznosu od 50 milijardi evra te da je povremeno ostvarivao dobitke. Ker-

vijel je tvrdio da je banka tolerisala njegove riskantne poslovne aktivnosti sve dok joj je donosio zaradu.<sup>2</sup>

Mastercard International je tokom 1995. godine otkrila kompjuterski napad na sistem Mastercarda u cilju prevare kojoj je bilo izloženo 40 miliona korisnika ovih kartica. Bili su prinuđeni da objave nazive banaka, brojeve računa i kartica za koje se pretpostavljalo da su zloupotrebjeni. Do današnjeg dana nije bilo moguće sagledati nivo svih gubitaka.<sup>3</sup>

Ono što je zajedničko prethodno navedenim slučajevima jeste da su se gubici kumulirali duži vremenski period što se objašnjava činjenicom da su lica odgovorna za prevare bila vična da u dužem periodu izbegavaju kontrole. Ovo govori o postojanju slabosti u kontroli procesa trgovanja i nejasnoj podeli poslova. Gubici nisu bili podložni merenju pa su bili neotkriveni duži vremenski period.

Može se zaključiti da je svetski finansijski sistem pretrpeo u prethodnom periodu brojne prevare i gubitke, između ostalog i zbog činjenice da su rizici sa kojima se banke susreću sve složeniji a operativni gubici u tom periodu doveli su do bankrota i pada cene kapitala mnogih poznatih finansijskih institucija. Iz ovih razloga, tretman ope-

---

<sup>2</sup> Iako su Kervijela smatrali računarskim genijem koji je zahvaljujući poznavanju bankarskih procedura zloupotrebio svoj položaj i neovlašćeno koristio šifre za pristup, otvorao lažne mejlove, paralelne račune i slično, javnost je smatrala da Kervijel nije bio sam u tome. On je osuđen na pet godina zatvora i obavezom da banci nadoknadi finansijsku štetu.

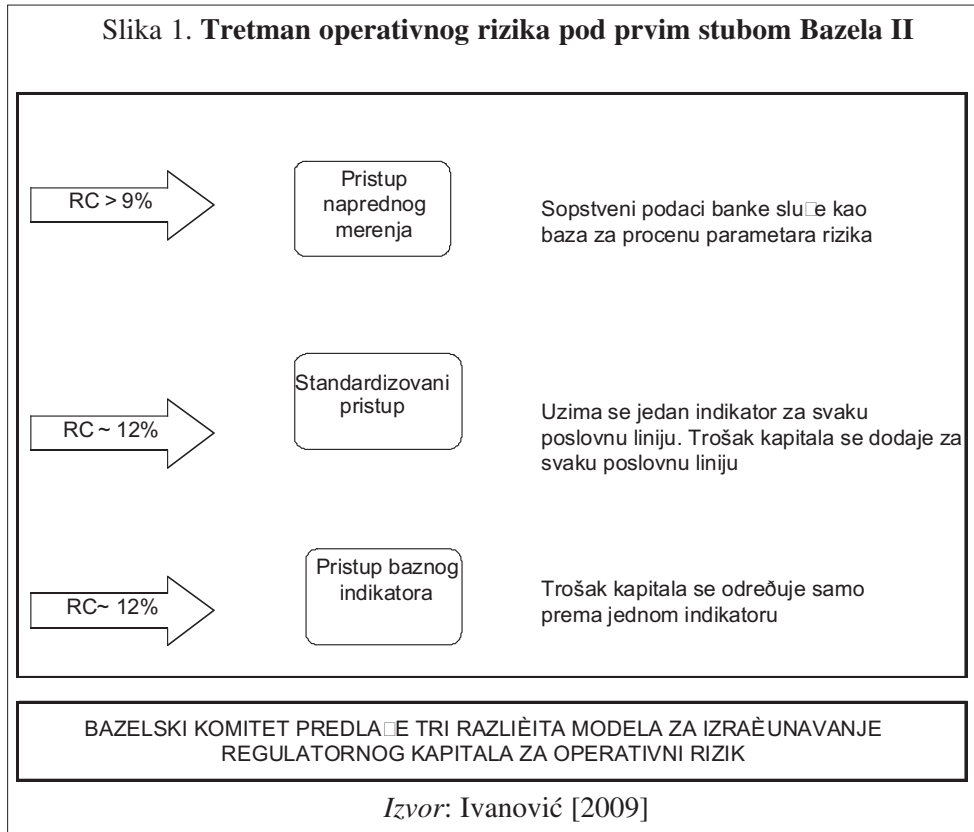
<sup>3</sup> Navedene finansijske prevare nisu jedine. Smatra se da se operativni gubici ostvareni u poslednje dve decenije mere milijardama evra. Kao posledica toga dešavao se bankrot, merdžeri, pad cena akcija na berzi i slično. Pored navedenih, poznati su operativni gubici kao posledica prevara i u Ri-ječkoj banci, Irskoj banci AIB, švajcarskoj banci UBS i mnoge druge.

rativnih rizika ima sve veći značaj i u domaćem bankarstvu.

**2. OBRAČUN I MERENJE  
OPERATIVNOG RIZIKA**

Merenje i obračun operativnog rizika predstavlja velik izazov u sprovođenju politike upravljanja rizicima.

1. pristup osnovnog indikatora (The Basic Indicator Approach - BIA),
  2. standardizovani pristup (Standardized Approach - STA) i
  3. Viši pristupi merenja (Advanced Measurement Approaches - AMA).
- Sledeća slika prikazuje tretman operativnog rizika pod prvim stubom Bazela II:



Izračunavanje iznosa kapitala koji je obavezan, vrši se prema jednom od sledećih metoda: <sup>4</sup>

U Republici Srbiji, ulogu regulatora i supervizora nad bankama za Bazel II vrši Narodna banka Srbije. Ona

<sup>4</sup> Detaljnije videti u: Basel Committee on Banking Supervision, [2001]. Operational Risk, Bank for International Settlements (BIS), Basel, str. 6

## FINANSIJE

odobrava izabrani pristup obračuna u svim bankama.

**Pristup osnovnog (baznog) indikatora (Basic Indicator Approach - BIA)** izračunava trošak operativnog rizika kao procenat od nivoa bruto prihoda.

Trogodišnji prosek ukupnih prihoda (GI – Gross income) množi se sa fiksnim koeficijentom alfa koji iznosi 15%.

Prema odluci o adekvatnosti kapitala, ako je indikator izloženosti bio negativan ili jednak nuli u prethodne tri godine, taj iznos se ne uključuje u izračunavanje trogodišnjeg proseka, već se ovaj prosek izračunava kao odnos zbira pozitivnih vrednosti indikatora izloženosti i broja godina u kojima su ostvarene te vrednosti. Ovaj metod je najmanje precizan pa se ne preporučuje za velike međunarodne banke.

Pod bruto prihodom podrazumeva se suma neto prihoda od kamate i neto nekamatnih prihoda.

Prema ovom pristupu, trošak operativnog rizika se izračunava na sledeći način:

poslovnih linija, a zatim se bruto operativni prihod svakog poslovnog segmenta množi sa beta faktorom propisanim za svaki poslovni segment.

Linije poslovanja ili poslovne delatnosti u banci mogu se klasifikovati u sledeće grupe:<sup>5</sup>

- finansiranje privrednih subjekata;
- trgovina i prodaja;
- brokerski poslovi sa fizičkim licima;
- poslovi sa privredom;
- poslovi sa stanovništvom;
- platni promet;
- agencijske usluge;
- upravljanje imovinom.

Ukupno kapitalno pokriće se dobija sabiranjem pojedinačnih osam kapitalnih zahteva. Time je Standardizovani pristup pogodniji za odražavanje različitih profila rizika kod banaka. Regulatori određuju koeficijent izloženosti *beta* za svaku poslovnu liniju. U okviru svake poslovne linije, pokriće kapitala se izračunava množenjem konkretnog finansijskog pokazatelja sa beta fakto-

**BIA**

percentage of  
gross income (GI)  
for the whole bank:

$$K_{BIA} = \alpha \cdot GI$$

$\alpha=15\%$

Pristup osnovnog indikatora je prihvatljiv za manje banke sa jednostavnom lepezom poslovnih aktivnosti ali za veće banke bolje je da koriste neki od sofisticiranijih pristupa.

Prema **Standardizovanom pristupu (Standardized Approach - STA)** operativni rizik se meri tako što se ukupna aktivnost banke podeli na osam

rom. Beta faktor predstavlja fiksni procenat za svako područje poslovanja koji je određen od strane regulatora. U sledećoj tabeli prikazani su beta faktori po linija poslovanja:

<sup>5</sup> Basel Committee on Banking Supervision, [2001]. Operational Risk, Bank for International Settlements (BIS), Basel, str. 7



**Tabela 1.** Beta faktori po linijama poslovanja

Poslovna linija	Beta faktor
Finansiranje privrednih subjekata	18%
Trgovina i prodaja	18%
Brokerski poslovi sa fizičkim licima	12%
Poslovi sa privredom	15%
Poslovi sa stanovništvom	12%
Platni promet	18%
Agencijske usluge	15%
Upravljanje imovinom	12%


*Izvor:* Odluka o adekvatnosti kapitala banke 51/2014

Tako, na primer obračun operativnog rizika u sektoru stanovništva izračunava se na sledeći način:

Zahtevani kapital za liniju poslova sa stanovništvom = beta faktor za datu poslovnu liniju \* Ukupan prihod što prikazuje sledeći izraz (vidi detaljnije [1]):

ko novo područje poslovanja mapira se u odgovarajuću liniju. Ako se neka linija ne može mapirati grupiše se u liniju s najvećom betom.

Sledeća tabela prikazuje procente operativnih gubitaka po poslovnim linijama i tipovima događaja u SAD.



percentage of  
gross income (GI)  
per business line

$$K_{STA} = \left\{ \sum_{j=1-3} \max_{i=1}^8 (\beta_i \cdot GI_i), 0 \right\} / 3$$

$\beta = 12 / 15 / 18 \%$

Ukupno pokriće kapitala se izračunava kao zbir pokrića kapitala u svakoj poslovnoj liniji.

GI je i ovde godišnji bruto prihod u datoj godini, definisan za svaku od osam poslovnih linija. Beta predstavlja fiksni procenat utvrđen od strane Bazelskog komiteta a izražava povezanost zahtevanog kapitala sa nivoom bruto prihoda po svakoj poslovnoj liniji.

Proces mapiranja (podela poslovnih linija) mora biti dokumentovan, a sva-

Podaci su prikupljeni od strane OpVantage. Naime, posvećivanjem pažnje operativnim rizicima od 1999. godine pa nadalje, banke su počele da kreiraju baze podataka o internim gubicima. Vremenom, formirane su baze podataka kao što su OpVantage, OpRisk Analytics i British Bankers Association kako bi se olakšala razmena iskustava o operativnim gubicima banaka (detaljnije u Fontnouvelle [2003]).

## FINANSIJE

**Tabela 2:** Procenti operativnih gubitaka po poslovnim linijama i vrstama događaja

Poslovna linija	% svih gubitaka	Vrsta događaja	% svih gubitaka
Poslovi sa privredom	4%	Interne prevare	27%
Trgovina i prodaja	9%	Eksterne prevare	16,6%
Poslovi sa stanovništvom	39%	Odnos prema zaposlenim i bezbednost radnog okruženja	3,3%
Finansiranje privrednih subjekata	16%	Klijenti, proizvodi i poslovni procesi	48,1%
Platni promet	1%	Štete na stalnoj imovini	0,3%
Agencijske usluge	3%	Prekid u poslovanju i pad informacionih i drugih sistema	0,4%
Poslovi upravljanja imovinom	6%	Izvršenje, isporuka i upravljanje procesima	4,2%
Brokerski poslovi sa stanovništvom	22%		
Ukupno	100%		

*Izvor:* Fontnouvelle [2003]

Uočava se da je „poslovanje sa stanovništvom“ poslovna linija sa najviše gubitaka i ima čak 39% svih gubitaka, dok se najčešća vrsta događaja odnosi na „klijente, proizvode i poslovne procese“ i to sa 48,1% svih događaja.

Ipak, nije obavezno da najučestalija poslovna linija ili vrsta događaja ima istovremeno gubitke sa najvećim iznosom izgubljenog novca. Mnogo je češći slučaj da su najučestaliji gubici manjih iznosa, dok operativni rizici koji se retko pojavljuju prouzrokuju velike gubitke.

Da bi banka mogla da koristi standardizovani pristup neophodno je da ispunji određene kriterijume. Menadžment banke mora biti aktivno uključen u nadzor i kontrolu upravlja-

nja operativnim rizikom, sistem i procedure upravljanja operativnim rizikom moraju biti konceptualno dobro postavljeni a banka treba da raspolaže sa resursima za korišćenje ovog pristupa u glavnim linijama poslovanja kao i u oblasti kontrole i revizije.

**Viši (unapređeni) pristupi merenja (Advanced Measurement Approaches - AMA)** zahtevaju preduslove koje veći broj banaka nije u mogućnosti da ispunji. Pristup se zasniva na internim podacima banaka o gubicima uzrokovanim operativnim rizikom. Za upotrebu ovog metoda banka mora imati saglasnost regulatora.

Banka se oslanja na pomoć ključnih indikatora uspešnosti i ključnih indikato-

ra rizika. Indikator uspešnosti meri da li je uspešno ostvaren izabrani operativni cilj, dok indikator rizika meri zbog čega operativni cilj možda neće biti ostvaren. Ključni indikatori rizika predstavljaju signale za rano upozorenje koji ukazuju na događaj operativnog rizika.

Operativni ciljevi banke moraju da se slažu sa opštim poslovnim ciljevima. Operativni ciljevi i njihovi indikatori određuju se za svaki sektor i treba da su u saglasnosti sa ciljevima banke u celini.

Budući da ovaj koncept podstiče banke na prikupljanje podataka o internim gubicima po osnovu operativnih rizika, smatra se da je ovo ključni korak na razvojnom putu koji banke vodi ka sofisticiranijim konceptima.

Ovaj pristup uzima u obzir i verovatnoću nastanka događaja a ona obuhvata procenu broja ponavljanja događaja operativnog rizika u vremenskom periodu od godinu dana. Verovatnoća nastanka događaja može se sistematizovati na sledeće kategorije: preko pet godina, od jedne do pet godina, od šest meseci do godinu dana, od tri meseca do šest meseci, jednom mesečno, jednom nedeljno.

U okviru Viših pristupa merenja, obračun naknade kapitala za operativni rizik banke, određen je korišćenjem sledećih procedura:<sup>6</sup>

- aktivnosti banke se dele u poslovne linije a operativni gubici se grupišu kroz poslovne linije,
- u okviru svake kombinacije tipa poslovne linije i operativnog gubitka, supervizor određuje pokazatelj izloženosti (Exposure Indicator - EI) koji je zamena za veličinu izloženosti operativnom riziku svake poslovne linije,
- osim pokazatelja izloženosti za svaku kombinaciju tipa poslovne linije i gubitka, banke određuju na osnovu podataka o unutrašnjim gubicima, parametar koji predstavlja verovatnoću nastanka gubitka (Probability of a loss event - PE) kao i parametar koji predstavlja gubitak nastao usled neke okolnosti (Loss given event - LGE). Proizvod EI\*PE\*LGE se koristi za izračunavanje očekivanog gubitka (EL) za svaku kombinaciju tipa poslovne linije/gubitka,
- supervizor određuje faktor *gamma* za svaku kombinaciju tipa poslovne linije/gubitka koji prevodi očekivani gubitak (Expected loss - EL) u naknadu kapitala. Celokupna naknada kapitala za određenu banku dobija se kao suma svih rezultirajućih proizvoda. To se može prikazati kroz sledeći izraz:



model-like approach  
on framework of  
business lines and  
risk event types

$$K_{AMA} = \sum_{i,j} \gamma_{i,j} \cdot PE_{i,j} \cdot LGE_{i,j} \cdot EI_{i,j}$$

(example IMA; parameters to be determined by the bank)

(i- poslovna linija, j- tip rizika)

<sup>6</sup> Detaljnije u: Basel Committee on Banking Supervision, [2001]. Operational Risk, Bank for International Settlements (BIS), Basel, str. 9

Propisani od strane regulatora, pokazatelji izloženosti bi pružili uporedivost u bankama, olakšali kontrolu i unapredili transparentnost.

Banka bi koristila podatke o sopstvenom ostvarenom gubitku i podatke o izloženosti u kombinaciji sa odgovarajućim javnim izvorima podataka, tako da bi se na taj način odrazio sopstveni profil rizika svake banke.

Međutim, pre nego što supervizor dozvoli banci da koristi napredni sistem merenja operativnog rizika, prema pravilima Bazelskog sporazuma, banka mora da zadovolji određene kvantitativne i kvalitativne standarde, Đukić [2011].

Kvalitativni standardi:

- banka mora da ima nezavisnu funkciju upravljanja operativnim rizicima;
- bančin interni sistem merenja operativnog rizika mora biti integrisan u svakodnevne procese upravljanja rizicima;
- banka mora imati takav nivo tehnologije koji omogućava da se alokira zahtevani nivo kapitala po osnovu operativnog rizika na glavne poslovne linije;
- mora postojati redovno izveštavanje o izloženosti operativnom riziku i gubicima a sistem upravljanja mora biti dobro dokumentovan;
- neophodna je konstantna ocena sistema merenja operativnog rizika.

Kvantitativni standardi se odnose na sledeće:

- banka mora biti u mogućnosti da izračuna očekivane i neočekivane gubitke;

- sistem merenja rizika mora da bude koncipiran tako da obuhvata glavne pokretače operativnog rizika;
- banka mora da bude u stanju da koristi interne (petogodišnji period) i eksterne podatke u funkciji izračunavanja propisanog kapitala.

Banke koje ne integrišu u potpunosti metodologiju unutrašnjeg merenja u svoje svakodnevne aktivnosti i većinu poslovnih odluka, ne mogu se kvalifikovati za ovaj koncept.

Uzimajući u obzir sve prethodno navedene zahteve koje banke moraju da ispune za ovaj pristup merenja, postaje jasno zašto se velike međunarodno aktivne banke teško odlučuju da primene pristupe naprednog merenja operativnog rizika, Đukić, [2011].

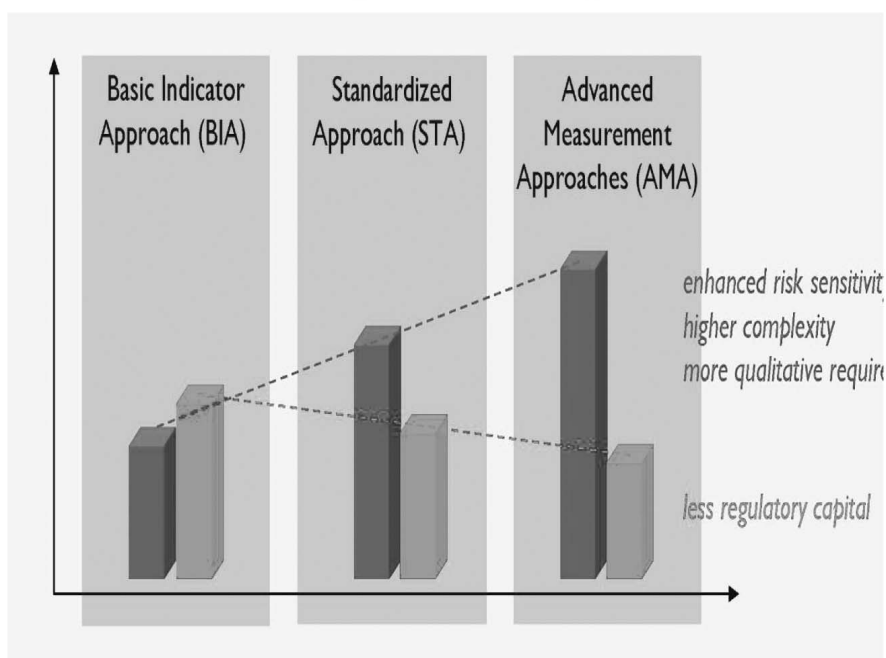
Malobrojnost podataka o operativnim gubicima i rana faza razvoja ovog modela čine ga posebno teškim da odgovori izazovima. Osposobljenost i raspoloživost kadra takođe je važna.

Slika prikazuje razliku u obračunu kapitala u zavisnosti od primenjene metode obračuna:

Primećuje se da se korišćenjem složenijeg metoda Unapređenog pristupa merenja (AMA) dolazi do nižeg iznosa zahtevanog kapitala u odnosu na Pristup osnovnog indikatora koji je najjednostavniji i najmanje precizan pa je stoga i zahtevani kapital za pokriće operativnog rizika veći.

Bez obzira koji pristup banka koristi za merenje i obračun operativnog rizika, konačna ocena rizika predstavlja

**Slika 2** Tipovi obračuna kapitala.



Izvor: Ittner [2005]

ocenu operativnog rizika u odnosu na finansijski uticaj i verovatnoću nastanka događaja. Ona može biti:

- zona niske izloženosti operativnim rizicima;
- zona srednje izloženosti operativnim rizicima;
- zona visoke izloženosti operativnim rizicima.

### 3. PROCEDURE U BANCIMA ZA UPRAVLJANJE OPERATIVNIM RIZIKOM

Prema standardima Bazela II, svaka banka mora da upravlja operativnim rizikom. Da bi to uspela, potrebno je da

ima proceduru upravljanja ovim rizikom kojom se implementira utvrđena strategija upravljanja rizicima.

Kako bi se adekvatno upravljalo ovim rizikom, svaki organizacioni deo banke ima različite zadatke i odgovornosti.

Tako na primer, svi organizacioni delovi banke treba da dostavljaju informacije neophodne za identifikovanje, merenje, procenjivanje, ublažavanje, praćenje i kontrolu operativnog rizika.

Sektor za upravljanje rizicima izrađuje akte i procedure kojima se uređuje upravljanje operativnim rizikom, meri nivo rizika, prati sprovođenje mera za ublažavanje operativnog rizika i ostalo.

Sektor za informacione tehnologije treba da pruži podršku za blagovremeno i kontinuirano upravljanje rizicima, treba da omogući prikupljanje informacija o postojanju rizika i omogući izradu izveštaja o izloženosti operativnom riziku banke.

Svi zaposleni su u obavezi da nastale događaje operativnog rizika prijavljuju zaduženim licima. Lica zadužena za operativne rizike prikupljaju podatke o događajima operativnog rizika, unose podatke o novonastalim događajima i ažuriraju podatke o već prijavljenim događajima operativnog rizika.

Lica odgovorna za operativne rizike zadužena su za identifikaciju operativnih rizika, procenu izloženosti organizacionog dela operativnim rizicima kao i predlaganje optimalnih mera za umanjnje operativnih rizika.

Interna revizija zadužena je za kontrolu procesa upravljanja operativnim rizikom i na osnovu toga davanje preporuka i odgovarajućih korektivnih mera te obaveštavanje nadležnih organa banke o identifikovanim nedostacima procesa upravljanja operativnim rizikom.

Faze upravljanja operativnim rizikom obuhvataju sledeće aktivnosti:<sup>7</sup>

- identifikovanje operativnih rizika;
- merenje i procena operativnih rizika;
- ublažavanje operativnih rizika;
- praćenje i kontrola operativnih rizika i
- izveštavanje.

**Identifikacija** je ključna faza u postupku upravljanja operativnim rizicima jer dovodi do proaktivnog delovanja na rizike.

Kako bi identifikacija operativnih rizika bila sveobuhvatna, ona treba da obuhvati sledeće aktivnosti:

- identifikovanje i grupisanje operativnih rizika u sedam kategorija događaja;
- identifikovanje operativnih rizika po osam linija poslovanja;
- identifikovanje događaja koji predstavljaju uzroke nastanka operativnih rizika i
- identifikovanje ključnih indikatora rizika.

Svaka banka mora da identifikuje postojeće i potencijalne izvore rizika i mora ih pratiti po poslovnim aktivnostima odnosno linijama poslovanja. Formiranje ove baze podataka je prilično dugo jer mora proći bar tri do pet godina kako bi se dobili verodostojni podaci.

U cilju identifikacije događaja operativnih rizika, svaka banka mora razviti metodologiju klasifikacije događaja operativnih rizika i razvrstavanje poslovnih aktivnosti. Polazna tačka u identifikaciji rizika je podela banke na delove kako bi se lakše procenili rizici.

Identifikovanje operativnih rizika u sedam kategorija je važan zadatak banke a može se izvršiti podela na sledeće kategorije<sup>8</sup> :

---

<sup>7</sup> Detaljnije u: Basel Committee on Banking Supervision [2003]. Sound practices for the management and supervision of operational risk, Bank for International Settlements (BIS), Basel, str. 8

<sup>8</sup> Basel Committee on Banking Supervision [2003]. Sound practices for the management and supervision of operational risk, Bank for International Settlements (BIS), Basel, str. 2

- interne prevare;
- eksterne prevare;
- odnos prema zaposlenima i bezbednost na radu;
- klijenti, proizvodi i poslovni procesi;
- oštećenja stalne imovine;
- prekid rada i pad informacionih sistema i tehnologije;
- izvršenje, isporuka i upravljanje procesima.

Sledi identifikovanje operativnih rizika kroz osam linija poslovanja:<sup>9</sup>

- finansiranje privrednih subjekata;
- trgovina i prodaja;
- brokerski poslovi s fizičkim licima;
- poslovi sa privredom;
- poslovi sa stanovništvom;
- platni promet;
- agencijske usluge;
- upravljanje imovinom.

Identifikovanje događaja koji predstavljaju uzroke nastanka operativnih rizika sledeći je zadatak u identifikaciji rizika. Kao najčešći uzroci nastanka operativnih rizika javljaju se ljudski faktor, procesi, sistemi i eksterni faktori.

Ključni indikatori rizika prate ključne rizike a prvi korak u izboru ključnih indikatora rizika je identifikacija oblasti sa najvišim operativnim rizikom za organizacioni deo banke. Odeljenje zaduženo za operativne rizike identifikuje visokorizične oblasti, razmatra i definiše listu postojećih ključnih indikatora rizika i identifikuje operativne rizike za koje trenutno ne

postoje ključni indikatori rizika. Indikatori mogu biti broj žalbi klijenata, premije osiguranja, broj neautorizovanih transakcija kreditnim karticama i sl.

Neke banke svoju izloženost mere na način da koriste podatke koji se odnose na istorijske gubitke ili ih kombinuju sa eksternim podacima o gubicima i sl.

**Merenje i procenu operativnog rizika** banke sprovode kroz:

- evidenciju događaja;
- samoprocenjivanje i
- stres test.

Banka sprovodi identifikovanje faktora operativnog rizika analizom trenutne izloženosti operativnom riziku i projekcijama a primenjuje i stres testove s ciljem da se utvrdi uticaj faktora koji mogu da prouzrokuju povećanje gubitka po osnovu operativnih rizika na promenu nivoa adekvatnosti kapitala.

Evidencija događaja podrazumeva redovno prikupljanje i analizu podataka o operativnim rizicima koji su doveli do gubitaka, kao i događaja koji su mogli da prouzrokuju nastanak gubitka.

Podaci se evidentiraju i analiziraju prema kategorijama događaja i linijama poslovanja. Potrebno je evidentirati detaljan opis događaja operativnog rizika koji obuhvata mesto događaja i jasno objašnjenje nastalog događaja kao i detaljan opis predloga mera za umanjenje nastalog događaja operativnog rizika.

Samoprocenjivanje je proces pomoću koga se procenjuje izloženost riziku po poslovnim oblastima. Takođe se procenjuje i nivo kontrole koje oblasti poslovanja imaju nad ovim rizicima

---

<sup>9</sup> Basel Committee on Banking Supervision, [2001]. Operational Risk, Bank for International Settlements (BIS), Basel, str. 7

i moguće mere za poboljšanje. Samoprocenjivanje se vrši merenjem mogućeg finansijskog uticaja i verovatnoće nastanka događaja koji mogu da prouzrokuju gubitke.

Banka u cilju upravljanja operativnim rizikom izloženost riziku meri i pomoću stres testova. Stres test pruža kvantifikaciju efekata faktora operativnog rizika na finansijski rezultat i ekonomsku vrednost kapitala banke. Na taj način se procenjuje uticaj specifičnih događaja na izloženost operativnom riziku banke. Isto tako, ovim putem se istražuje uticaj loših događaja i procena izloženosti banke događajima s visokim uticajem na finansijsku poziciju banke.

Prema Odluci o upravljanju rizicima, **ublažavanje operativnog rizika** podrazumeva diverzifikaciju, prenos, smanjenje i/ili izbegavanje rizika, a banka ga sprovodi imajući u vidu svoj rizični profil i sklonost ka rizicima. Banke sprovode određene aktivnosti za ublažavanje operativnih rizika kao što su osiguranje, obuka zaposlenih u pogledu operativnih rizika, planovi u slučaju nastanka nepredviđenih događaja i slično.

Ublažavanje operativnog rizika predstavlja održavanje rizika na prihvatljivom nivou. To se čini primenom odgovarajućih mera zaštite i preventive, sistemom fizičkih kontrola kao i planom za obezbeđenje kontinuiteta poslovanja ili oporavka u slučaju katastrofa.

**Praćenje i kontrola operativnog rizika** obuhvata proces praćenja visine operativnog rizika u odnosu na interno određene limite. Ukoliko dođe do od-

stupanja, predlažu se mere minimiziranja nivoa operativnog rizika.

**Izveštavanje** o procesu upravljanja operativnim rizikom vrši se interno i eksterno. Interno izveštavanje se vrši u okviru banke a obavlja ga organizacioni deo zadužen za upravljanje operativnim rizikom. Eksterno izveštavanje obuhvata izveštaje koje banka dostavlja Narodnoj banci Srbije. Ciljevi izveštavanja o operativnim rizicima su sledeći:

- kvalitetnije donošenje odluka zbog smanjenja troškova, smanjenja operativnih gubitaka i bolje upravljanje nastalim rizicima;
- bolja transparentnost zbog dostupnosti informacija na nivou cele banke kao i prema regulatornim telima;
- povećanje svesti o rizicima na nivou cele banke.

#### 4. IMPLIKACIJE OPERATIVNOG RIZIKA NA POJAVU SVETSKE FINANSIJSKE KRIZE I NOVA REGULATIVA

Uloga operativnog rizika kao jednog od uzroka finansijske krize nije bez značaja. Iako je svetska finansijska kriza uglavnom bila prouzrokovana kreditnim rizikom, detaljnija analiza otkriva da je postojao niz operativnih rizika koji nisu bili primećeni niti se njima bavilo pre 2008. godine. Radi lakšeg shvatanja implikacija operativnog rizika na pojavu finansijske krize, biće korisno podsetiti se definicije operativnog rizika od strane Narodne banke Srbije. Operativni rizik odnosi se na mogućnost nastanka negativnih efekata na finansijski rezultat i kapital banke koji



su posledica grešaka u radu zaposlenih, neodgovarajućih internih procedura i procesa, neadekvatnog upravljanja informacionim i drugim sistemima, kao i usled nepredvidivih eksternih događaja.

Upravo su neodgovarajuće interne procedure, procesi kao i greške u radu zaposlenih bili uzročnici operativnog rizika koji je doprineo pojavi finansijske krize. Nedostatak dokumentacije o oceni kreditne sposobnosti, slaba kontrola ili potpuni izostanak kontrole instrumenata obezbeđenja, nedostatak unutrašnje kontrole samo su neki od primera operativnog rizika koji je imao svoj udeo u nastanku krize.

Da bi se shvatio uticaj operativnih rizika na svetsku finansijsku krizu, daće se kraći osvrt na uzroke i tok nastanka krize.

Niske kamatne stope, konstantno ohrabrivanje kreditnog zaduživanja i slaba regulacija doprineli su stvaranju fleksibilne kreditne politike u bankama što je uticalo na ekspanziju tržišta nekretnina u periodu od 2001. do 2006. godine i time rast *subprime* hipotekarnih kredita. Radi se o kreditima sa veoma povoljnim uslovima odobravanja, naročito u početnim godinama, a koristili su se za kupovinu nekretnina za potrebe stanovanja. Ovi krediti su omogućavali stanovništvu da se lakše i više zaduži u odnosu na svoj dohodak i kreditnu sposobnost.

Banke su odobravale svojim klijentima hipotekarne kredite na osnovu kojih su formirale tzv. pulove kredita, koje su potom prodavale svojim investicionim odeljenjima ili drugim investicionim bankama uz proviziju. Od kupljenih pulova hipotekarnih kredita, inve-

sticione banke su kreirale nove finansijske instrumente i izdavale dužničke hartije od vrednosti zasnovane na hipotekama. Potom su prodavale ove hartije od vrednosti na tržištu kapitala hedž fondovima, penzionim fondovima, investicionim fondovima, osiguravajućim kompanijama i drugim finansijskim institucijama. Na ovaj način banke su učinile svoju imovinu likvidnijom i omogućile još veću kreditnu emisiju, a sve sa ciljem da se što pre obradi zahtev klijenta za hipotekarni kredit i obezbedi refinansiranje, kako bi se postupak ponovio sa novim klijentom. Tako su banke počele da odobravaju sve više hipotekarnih kredita klijentima koji su imali nisku kreditnu sposobnost a neretko i lošu kreditnu istoriju uz dobru podlogu u hipoteci (sve dok je bio prisutan rast cena nekretnina). Naravno, u takvim uslovima banke su izgubile motiv da pažljivo ocenjuju rizike a svu pažnju su posvećivale odobravanju novih kredita.

Rizični hipotekarni plasmani su rasli sve dok nije počela da pada precenjena vrednost nekretnina i kreditna sposobnost zajmoprimaca. Padom cena na tržištu nekretnina, vrednost hartija od vrednosti je u velikoj meri smanjena na finansijskim tržištima.

Svaka faza procesa sekjuritizacije učinila je procenu rizika za ove finansijske instrumente mnogo težom i složenijom. Trgovanje hipotekarnim hartijama od vrednosti na međunarodnom tržištu, dovelo je do širenja hipotekarne krize u SAD i njenih posledica van državnih granica.

Budući da je bankarski sektor bio inicijator i uzročnik nastanka recesije,

ne čudi što je upravo ovaj segment finansijskog tržišta najviše bio pogođen negativnim efektima krize, Barjaktarović, Paunović, [2013].

Činjenice sve više pokazuju da uzroci krize imaju korene u neadekvatnoj regulaciji u oblasti uslova kreditiranja, upravljanja rizikom, u sistemu finansijskog izveštavanja, u poslovanju rejting agencija i slično. *Subprime* hipotekarni krediti dati stanovništvu sa niskim prihodima i slabim kreditnim rejtingom, poznati su kao veoma rizični. Finansijska kriza jeste počela *subprime* hipotekarnim kreditima, ali su operativni rizici koji postoje kod svakog kredita ti koji su te nižerazredne hipotekarne kredite učinili toliko opasnim.

Upravljanje rizicima, procena vrednosti nekretnina i ocena validnosti dokumentacije bili su tek neki od operativnih rizika iz kojih su potekli *subprime* hipotekarni krediti. Iako su za ove operativne rizike znali kako učesnici na tržištu nižerazrednih hipoteka, tako i regulatorna tela, niko nije primetio stvarne probleme pre nego što je bilo prekasno. Problem je svakako bio i nedostatak iskustva u bavljenju ovakvim operativnim rizicima na tržištu hartija od vrednosti. Ipak, nije bilo za očekivati odsustvo kontrolne i regulativne funkcije kao i odsustvo mera da se na poremećaje odgovori odmah već u samim bankama, na finansijskim tržištima ali i na makronivou od strane monetarnih vlasti i države.

Stoga postojeću definiciju operativnih rizika treba proširiti i moralnim hazardom jer operativni rizik i finansijska kriza imaju nešto zajedničko a to je mo-

ralni hazard. Moralni hazard upućuje na aktivnosti koje smanjuju izgled za urednu otplatu kredita. Sa aspekta finansijskih institucija i namerno prevaljivanje rizika na nekog drugog, predstavlja moralni hazard.

Prvi korak u suočavanju sa ovim operativnim rizicima je da se oni identifikuju pre nego što dovedu do gubitaka. U slučaju nižerazrednih hipoteka, pa i svih drugih hipoteka, banke, regulatorna tela i hipotekarne institucije kao što su *Fannie Mae* i *Freddie Mac* bile su svesne koraka za procenu i upravljanje kvalitetnim hipotekama. *Fannie Mae* je čak izdala vodič pod nazivom „*Originating Quality Mortgages*“ koji je bio namenjen zajmodavcima koji su se bavili prodajom svojih hipotekarnih kredita ali nažalost bez uspeha.

Poznati i uobičajeni operativni rizici kao što su prevare sa hipotekama ili nedostatak preliminarne analize finansijskog ulaganja, u kombinaciji sa novim subjektima na finansijskom tržištu i novim vrstama hartija od vrednosti sa obezbeđenjem u aktivi, podstakli su krizu na finansijskim tržištima i bolnu recesiju nezapamćenu još od vremena Velike depresije.

Veliki broj hartija od vrednosti sa držao je neispravne i nenaplative hipoteke, što je dovelo do problema koji su se mogli izbeći pravilnim upravljanjem operativnim rizicima. Ovome možemo dodati i činjenicu da se određene banke nisu pridržavale propisa o pokrivenosti kapitala što je još jedan operativni rizik, a nadzor od strane regulatornih tela je najčešće bio blagonaklon. Operativni rizici su se javili i zbog neadekvatnih

internih procesa jer banke i rejting agencije nisu imale dobre niti dokumentovane procedure za ocenu hipotekarnih hartija od vrednosti. Do toga je došlo zbog lošeg menadžmenta koji se usredsredio samo na ogromne kratkoročne profite bez dugoročnog planiranja. Širenje finansijske krize je imalo domino efekat koji je započeo sa operativnim neuspesima u proceni vrednosti hipoteka a završio kolapsom svetskog kreditnog i finansijskog tržišta.

Važno je razumeti i na ispravan način upravljati operativnim rizicima, pogotovo u današnje vreme kada uz kompleksnu informacionu tehnologiju imamo i inovativne finansijske instrumente.

Nastankom svetske finansijske krize identifikovane su slabosti finansijskih sistema, ali i nedostaci opšteprihvaćenih standarda i propisa. Uzroci krize, između ostalih su nekonzistentna primena međunarodno prihvaćenih standarda, nedovoljna transparentnost, neadekvatni standardi u upravljanju rizicima, a globalizacija finansija nije ispraćena globalizacijom supervizije. To je motivisalo Bazelski komitet da definiše Bazel III, novi sporazum o skupu reformskih mera za jačanje regulatornog okvira banke, supervizije banaka i upravljanje rizicima u bankarskom sektoru. Ovo je logičan nastavak standarda Bazela II.

### 5. BAZELSKI SPORAZUMI

S obzirom da je imovina banaka izložena većim rizicima nego imovina preduzeća te zbog činjenice da bankarski sistem može da ugrozi finansijsku stabilnost čitave zemlje i šire, stvorila

se potreba za međunarodnim standardima bankarskog poslovanja.

U tom cilju, 1988. godine osnovan je Bazelski komitet za kontrolu banaka. Rezultat rada Bazelskog komiteta za kontrolu banaka su u početku bile samo preporuke i smernice sa ciljem utvrđivanja minimalnog nivoa kapitala, koje nisu bile obavezujućeg karaktera.

Prvi Bazelski sporazum - Bazel I, formalno je stupio na snagu 1988. godine, dok je njegova primena počela 1992. godine. On je primarno bio usmeren na kreditni rizik, pošto je odobravanje kredita jedna od glavnih aktivnosti banaka. Bazelski sporazum o kapitalu iz 1988. godine, uspeo je da uvede disciplinu u bankarske institucije širom sveta i da pozitivno utiče na visinu kapitala banaka. Ipak, pojavilo se i nekoliko značajnih kritika. Bazel I nije regulisao pitanje tržišnih rizika, dok rejting komitenata nije uticao na obračun potrebnog nivoa kapitala banke. Pored toga, Bazel I nije propisao pravila za tačno obelodanjivanje rezultata poslovanja prema interesnim grupama i zbog toga nije podržavao tržišnu disciplinu.

Zato se već 1996. godine, započelo sa koncipiranjem drugog Bazelskog sporazuma (Bazel II). Najvažniji doprinos Bazela II je snižavanje potrebnog nivoa kapitala banaka kroz snižavanje kapitala manje rizičnih banaka, a rast kapitala rizičnijih banaka, i na taj način kvalitetnije upravljanje rizicima i veća finansijska stabilnost. Standardi Bazela II u Evropskoj uniji su postali obavezni 2007. godine.

Bazelski sporazum II uzima u obzir različite izloženosti riziku kod različitih

banaka i dozvoljava primenu različitih metoda da bi se izvršila procena njihove izloženosti riziku. Od banaka se očekuje da same kreiraju svoje interne procedure upravljanja rizicima te svaka banka treba da proceni sopstvene potrebe za kapitalom, zasnovane na proračunu izloženosti riziku. Pored toga, podstiče se veće učešće javnosti u uvid u finansijsko stanje svake banke, što će uticati na one banke koje su sklone preuzimanju većih rizika, detaljnije u Đukanović, [2009].

Ovo podrazumeva razvoj sistema izveštavanja kao i pojačano informisanje javnosti o finansijskom stanju banke.

Nova pravila se zasnivaju na tri stuba:

**Stub 1: minimalni zahtevi za kapitalom** - kapital služi za pokriće kreditnog, tržišnog i operativnog rizika. Ovde se kao novina javlja operativni rizik. Ovaj stub neposredno zamenjuje Bazel I i privukao je najviše pažnje, zato što su banke sada obavezne da drže više kapitala za visokorizične nego za niskorizične klijente.

**Stub 2: proces nadgledanja i provere** - nadgleda se poštovanje propisanih pravila i preduzimaju se korektivne akcije u slučaju iznenadnih problema. Narodna banka Srbije je novim Zakonom o bankama, Odlukom o upravljanju rizicima i Odlukom o adekvatnosti kapitala učinila korak ka implementaciji drugog stuba Bazela II.

**Stub 3: tržišna disciplina** - tržišna disciplina se ostvaruje primenom dobro organizovanog izveštavanja u banci na osnovu pouzdanih finansijskih informacija sa ciljem smanjenja rizika.

Unapređene i fleksibilnije metode merenja kreditnog, tržišnog i operativ-

nog rizika, zajedno sa novim pristupom supervizije i transparentnosti poslovanja banaka, treba da doprinesu stabilnosti finansijskog sektora. Time bi nivo neophodnog kapitala za pokriće rizika svake pojedinačne banke, trebalo realnije da prikaže stepen rizika kojem je izložena svaka banka. Pogodnosti koje Bazel II nudi kada je u pitanju minimum kapitala u cilju zaštite od izloženosti rizicima su sledeće: Matić, [2008].

- obuhvatniji tretman rizika – prvi put se pored kreditnog i tržišnog rizika uključuje i operativni rizik;
- šira lepeza ponuđenih pristupa za merenje svakog od tri obuhvaćena rizika, mogućnost izbora od jednostavnijih ka složenijim (internim) metodologijama;
- sofisticirani načini merenja rizika koje nude viši pristupi, ili interni metodi banaka za merenje rizika, omogućuju vrlo precizno određivanje rizičnog profila banke;
- ovako obuhvatan koncept daje mogućnost da se u zavisnosti od rizičnog profila banke, precizno utvrdi i visina potrebnog kapitala.

Pojava svetske finansijske krize i njene nesagledive posledice ukazali su na nedovoljnu regulaciju finansijskih sistema i propuste u standardima i propisima. Bazelski komitet za superviziju banaka je izdao nove smernice i međunarodne propise u vidu novog regulativnog okvira - Bazel III. Bazel III jeste prvenstveno nastao kao odgovor na posledice finansijske krize, ali i pored toga ima cilj i zadatak da ojača regulatorni okvir za banke i superviziju banaka kako bi se unapredila sposob-

nost bankarskog sektora da funkcioniše i u uslovima finansijskih potresa.

Svetska ekonomska kriza je pokazala da banke mogu biti mnogo više izložene rizicima, a da pritom nisu u mogućnosti da izvrše dodatnu kapitalizaciju u promenljivim tržišnim uslovima, Barjaktarović, Paunović, [2013].

Bazel III uvodi dodatni zahtev za kapitalom, što bankama omogućava da u periodu negativnih efekata ili finansijskih i ekonomskih pritisaka mogu da apsorbuju potencijalne gubitke.

Ključne izmene bazelskih standarda objavljene su u decembru 2010. godine i odnose se pre svega na novine koje se tiču pokazatelja adekvatnosti kapitala, i to u delu koji se odnosi na regulatorni kapital. Takođe, prvi put su uvedeni i minimalni standardi koji se odnose na zahtevanu likvidnost.

Kako bi se povećala otpornost pojedinačnih bankarskih institucija u periodima kriza i nepredvidivih situacija, prema Matić, [2011], Bazel III ustanovljava:

- viši i bolji kvalitet kapitala banke, sa većim fokusom na zajednički akcijski kapital za apsorbovanje gubitaka;
- obuhvatnije pokriće rizika, posebno u odnosu na aktivnosti na tržištu kapitala;
- jaču i strožu superviziju, upravljanje rizicima i standarde o obelodanjivanju.

Sve zemlje članice Bazelskog komiteta počele su sa usvajanjem pravila novog bazelskog sporazuma do 2013. godine, i primenjivaće ga u fazama do 2019. godine.

U Republici Srbiji, Narodna banka Srbije, kao centralna monetarna ustanova, odgovorna je za regulisanje obaveze upravljanja rizicima u bankama Srbije.

Pripreme za proces usaglašavanja sa međunarodnim standardima počele su donošenjem novog Zakona o bankama 2005. godine, kao i donošenjem pratećih odluka (Odluka o adekvatnosti kapitala banke, Odluka o klasifikaciji bilansne aktive i vanbilansnih stavki banke, Odluka o upravljanju rizicima). Nova regulativa je bila dobar preduslov za implementaciju odredbi Bazela II.

Prema Zakonu o bankama, banka identifikuje, meri i procenjuje rizike kojima je izložena u svom poslovanju i upravlja tim rizicima.<sup>10</sup>

Banka je u obavezi da organizuje posebnu organizacionu jedinicu u čijem je delokrugu upravljanje rizicima. Banka svojim aktima propisuje procedure za identifikaciju, merenje i procenu rizika, kao i upravljanje rizicima. Ova materija je bliže uređena Odlukom o upravljanju rizicima. Pored toga na ovu materiju se odnose i neki drugi podzakonski akti, kao što je Odluka o klasifikaciji bilansne aktive i vanbilansnih stavki banke.

Pri upravljanju operativnim rizikom, banka je dužna da identifikuje postojeće i potencijalne izvore operativnog rizika koji mogu nastati uvođenjem novih proizvoda, sistema ili aktivnosti. Pored toga, banka je dužna da formira bazu podataka o svim nastalim gubicima po osnovu operativnog rizika, kao i

---

<sup>10</sup> Zakon o bankama Republike Srbije, Službeni glasnik RS, br. 107/2005. i 91/2010

da utvrdi metodologiju za interno evidentiranje tih gubitaka. Baza podataka, mora sadržavati podatke prikupljene unazad nekoliko godina. Pored baze podataka, neophodna je i softverska podrška koja će obezbediti podatke za blagovremeno i kontinuirano upravljanje rizicima kao i edukovani kadrovi koji će upravljati rizikom u bankama.

Banke će postepeno primenjivati različite metode obračuna kapitala u skladu sa njihovim tehničkim mogućnostima i iskustvom s tim da kada se pređe na napredniji način merenja, bez prethodne dozvole regulatora ne može se vraćati na jednostavniji način obračuna.

Izračunavanje kapitalnog zahteva za pokriće operativnog rizika, na osnovu Pristupa osnovnog indikatora neće predstavljati problem za banke, a i primena Standardizovanog pristupa je izvodljiva. Najveći problem je kašnjenje sa otpočinjanjem praćenja ovog rizika i formiranja evidencije i baze podataka, što je za adekvatno upravljanje ovim rizikom neophodno.

Može se pretpostaviti da će u početku većina banaka koristiti Standardizovani pristup a po isteku tri godine, kada se formira baza podataka za praćenje parametara operativnog rizika, banke će biti spremne za napredni pristup.

Narodna banka Srbije prati planove i predloge regulative Evropske unije u vezi sa implementacijom Bazela III i učestvuje u radnoj grupi za implementaciju Bazela III u regionu a kao rezultat toga, krajem 2013. godine usvojena je i objavljena Strategija za implementaciju Bazela III. Posle pripreme faze i

procene efekata pristupiće se izradi propisa kojima će standardi Bazela III biti uvedeni u Srbiji.

Međunarodne finansijske institucije insistiraju na jačanju poverenja u domaći bankarski sistem, radi zdravog bankarskog sistema i finansijske discipline, kao i strogo pridržavanje standarda Bazelskih sporazuma. Može se zaključiti da je procedura upravljanja rizikom u bankama Srbije hijerarhijski i vremenski dobro strukturirana. Tome je najviše doprinelo moderno korporativno upravljanje i Narodna banka Srbije koja je reformom bankarskog sistema razvila svest o potrebi upravljanja rizicima.

### ZAKLJUČAK

Još ne tako davno, kreditni i tržišni rizici su predstavljali osnovni izvor rizika u finansijskim institucijama, dok je operativni rizik bio posmatran kao deo ostalih rizika.

U današnje vreme koje karakterišu promene i neizvesnost, neophodna je nova poslovna filozofija i novi pristup proceni poslovnih rizika pre ulaženja u pojedine finansijske poduhvate. Nove tehnike finansiranja smanjile su izloženost kreditnom i tržišnim rizicima, ali su istovremeno doprinele i sve većoj pojavi novih rizika, drugačijih od onih koje je poznavalo tradicionalno bankarstvo. U privredi koju karakteriše sve veća globalizacija, dolazi do izraženog povećanja nastanka operativnih rizika.

Kod mnogih banaka ovaj rizik može da bude mnogo izraženiji od tržišnog rizika te često po značaju zauzima mesto odmah posle kreditnog rizika. Iz tog

razloga, pod uticajem Bazela II, tretman operativnih rizika se značajno promenio. Svaka banka je obavezna da uspostavi proceduru upravljanja ovim rizikom kojom se implementira utvrđena strategija upravljanja rizicima. Identifikacija operativnih rizika jeste ključna faza u procesu upravljanja ovim rizicima. Pored identifikacije, važne su i ostale faze upravljanja operativnim rizikom kao što su merenje i procena operativnih rizika, ublažavanje operativnih rizika, praćenje, kontrola i izveštavanje.

U radu je opisano nekoliko slučajeva najvećih javno objavljenih gubitaka u finansijskim institucijama uzrokovanih operativnim rizicima gde je ljudski faktor bio dominantan uzrok. I svetska finansijska kriza nastala je kao posledica neadekvatne i nedovoljne regulacije u oblasti uslova kreditiranja, procenjivanja hipoteka, upravljanja rizikom, poslovanju rejting agencija i slično.

Bankarstvo i celokupna svetska ekonomija pretrpeli su velike posledice kao dokaz neadekvatnosti postojećih regulativa i preporuka bazelskog komiteta. Da bi upravljanje operativnim rizicima bilo kvalitetnije, neophodna je nadogradnja Bazelskog sporazuma II i uspostavljanje dopunskih zahteva. Krajem 2013. godine u Republici Srbiji usvojena je i objavljena Strategija za implementaciju Bazela III. Posle završetka pripreme faze i procene efekata i utvrđivanja dinamike uvođenja pristupiće se izradi propisa kojima će standardi Bazela III biti uvedeni u Srbiji.

Domaće banke su u prethodnom periodu posvetile mnogo pažnje uspost-

avljanju odgovarajućeg sistema upravljanja operativnim rizikom i prihvatile novu regulativu, sa ciljem održanja sigurnosti u poslovanju banaka i povećanju poverenja klijenata.

Poboljšanje kulture ponašanja zaposlenih u odnosu na izloženost operativnom riziku banke jedan je od prioriteta ciljeva upravljanja ovim rizikom. Kvalitetno obučeni radnici, razvijen informacioni sistem, kao i razvijene procedure na nivou banke za upravljanje rizicima, čine osnov za prihvatljiv nivo izloženosti operativnom riziku i očekivanjima da domaće bankarstvo može da bude značajan faktor rasta privrednog sistema zemlje u celini.

### LITERATURA

1. Barjaktarović, L., Paunović, M. [2013]. „Testiranje otpornosti na stres u bankarskom sektoru i bazelski sporazumi“, *Finansije*, br. 1-6/2013. str. 148-161.
2. Basel Committee on Banking Supervision, [2001]. *Operational Risk*, Bank for International Settlements (BIS), Basel, p. 6, 7, 9
3. Basel Committee on Banking Supervision, [2003]. *Pillar 2 (Supervisory Review Process)*, Bank for International Settlements (BIS), Basel
4. Basel Committee on Banking Supervision [2003]. *Sound practices for the management and supervision of operational risk*, Bank for International Settlements (BIS) Basel, p.2,8
5. Basel Committee on Banking Supervision [2010]. *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monito-*

- ring, Bank for International Settlements (BIS) Basel
6. Basel Committee on Banking Supervision [2010]. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Bank for International Settlements, (BIS) Basel
  7. Crouhy, M., Galai, D., Mark R. [2006]. The Essentials of Risk Management, McGraw-Hill, New York
  8. Ćirović, M. [2001]. Bankarstvo, Bridge Company, Beograd
  9. Đorđević, B., Đorđević, M. [2010]. „Upravljanje operativnim rizikom i sprečavanje prevara u internet banjarstvu“, Bankarstvo, br. 9-10/2010. str. 68-97.
  10. Đukanović, S. [2009]. Upravljanje finansijskim rizicima - Praktikum, Visoka poslovna škola strukovnih studija Novi Sad, str.197.
  11. Đukić, Đ. [2011]. Upravljanje rizicima i kapitalom u bankama, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 165.
  12. Fontnouvelle, P. and others [2003]. Using Loss Data to Quantify Operational Risk, Federal Reserve, Bank of Boston
  13. Ittner, A. [2005]. Operational Risk - Aspects of a (not so) new risk category in banking business, Tacis workshop, Moscow
  14. Ivanović, P. [2009]. Upravljanje rizicima u bankama, Beogradska bankarska akademija, Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, Beograd, str. 334.
  15. Jorion, P. [2006]. Financial Risk Manager Handbook, Third edition, John Wiley & Sons
  16. Kovačević, Lj., Vunjak, N. [2011]. Bankarstvo, Ekonomski fakultet, Subotica
  17. Lleo, S. [2001]. Risk Management: A Review, The Research Foundation of CFA Institute Literature Review, London p. 4.
  18. Matić, V. [2008]. Operativni rizici, Institut za poslovna istraživanja, MBA, Beograd
  19. Matić, V. [2011]. Bazel III, Bankarstvo 1-2, 2011. str. 180
  20. Odluka o adekvatnosti kapitala banke 51/2014
  21. Odluka o upravljanju rizicima, Službeni glasnik RS, br. 92/2013
  22. Udruženje banaka Srbije, Radna grupa za upravljanje rizicima, [2006]. Metodologija za evidentiranje i praćenje operativnog rizika u banci, Beograd
  23. Zakon o bankama Republike Srbije, Službeni glasnik RS, br. 107/2005 i 91/2010



---

## TEORIJSKA EKONOMIJA

Rad primljen: 4. 9. 2014.  
UDK: 330.342 339.97/.98  
ID BROJ: COBISS.SR-ID 211488268 10  
Originalni naučni rad

# RASPRAVA O EKONOMSKO-FINANSIJSKIM APSURDIMA: U OGLEDALU TEORIJE I STVARNOSTI\*\*

*TRACT ON APSURDITIES OF FINANCE AND  
ECONOMICS IN THE LIGHT OF THEORY AND REALITY\*\**

**Prof. dr Petar ĐUKIĆ**  
**Tehnološko-metalurški fakultet, Univerzitet u Beogradu**

### Rezime

Mnoge pojave današnjeg privrednog i političkog života enormno odstupaju od načela i obrazaca većinski usvojene ekonomske i društvene teorije. Mnoge konsekvence nespuntano globalizovane svetske ekonomije, kulture i politike, sve više dolaze pod kritičku lupu velikog dela javnosti, mnogih teoretičara i političara. Kapitalizam anglosaksonskog tipa, koji nema alternativu, ili traganje za drugačijim modelima rasta i razvoja sa ljudskim likom? Argumentovane rasprave o tome šta i kako od rezultata „vrlog novog sveta“ treba i može da se prihvati u pojedinim socio-kulturnim i ekonomskim sredinama mogle bi da posluže u većoj meri trasiranju drugačijih razvojnih scenarija. Ideje socijalne i ekonomske demokratije, iako u velikoj defanzivi nakon pada Berlinskog zida, uporedo sa konceptom

---

\*\* Ovaj rad rađen je u okviru projekta „Modeliranje razvoja i integracije Srbije u svetske tokove u svetlu ekonomskih, društvenih i političkih gibanja”, evidencioni broj 179038, koji finansira Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Vlade Republike Srbije

\*\* This paper has been drafted within the project „Modelling of development and integration of Serbia into world trends in the light of economic, social and political movements“, registration No. 179038, financed by the Ministry of Education, Science and Technological Development of the Government of the Republic of Serbia

održivog razvoja, mogle bi biti od koristi samo u uslovima u kojima tržišna infrastruktura i funkcije ostaju dominantna forma organizacije ekonomije.

**Ključne reč i izrazi:** TRŽIŠTE, „NEVIDLJIVA RUKA“, EFIKASNOST, PARETO OPTIMUM, SAMOREGULACIJA, TRŽIŠNA GREŠKA, POLITIČKA DEMOKRATIJA, VEĆINSKA UPRAVA, MULTIETNIČKI SVET, GLOBALIZAM

### *Summary*

*Many phenomena of today's economic and political life are way too far from the principles and patterns of the economic and social theory adopted by majority. Many consequences of the unrestrained globalised world economy, culture and politics come ever more under the critical magnifier of a large part of the public, many theoreticians and politicians. The Anglo-Saxon type capitalism, which does not have an alternative, or the search for other growth and development forms with human character? Endorsed debates on what results of the „brave new world” should and can be adopted in certain socio-cultural and economic environments, and in what manner, could serve to a greater extent for tracing different development scenarios. The ideas of social and economic democracy, although in great defence after the fall of the Berlin Wall, could be of use only in the conditions where market infrastructure and functions remain a dominant form of economic organisation, along with the concept of sustainable development.*

**Key words and expressions:** MARKET, „INVISIBLE HAND”, EFFICIENCY, PARETO OPTIMUM, SELF-REGULATION, MARKET ERROR, POLITICAL DEMOCRACY, MAJORITY GOVERNMENT, MULTI-ETHNIC WORLD, GLOBALISM

### **1. POLAZIŠTE OSNOVNE TEME – SA POVODOM**

Princip ekonomske efikasnosti nastaje na osnovu maksimalne iskorišćenosti raspoloživih resursa, (Pareto optimum) šta se po definiciji ostvaruje pod pretpostavkama delovanja slobodnog tržišta i pouzdane pravne regulative. Ovaj stav je prethodno nadahnut modelom „nevidljive ruke“ (Smit). To su faktički temeljni aksiomi na kojima se zasniva gotovo čitava ekonomska

nauka. Knjiga Tahira Mahmutefendića „Eseji iz apsurdne ekonomije i politike“, (Bosanska riječ, Tuzla 2014, 216. str.) veoma provokativno, inspirativno i angažovano tretira „apsurde“ vladajuće (neoklasične) ekonomske teorije, ali i mnoge ekonomsko-političke izazovima današnjeg sveta, a posebno Evrope i Balkana.

Razume se da i mnoga nedovoljno primenljiva i kontroverzna politički vladajuća načela, predstavljaju povod

za raspravu o sličnim sadržajima i problemima koji iz ovih nalaza proističu, tim pre to političko stanje ima sve veći uticaj na ekonomski, tehnološki i kulturni razvoj i civilizacijske procese. Monografije koje se bave takvim fundamentalnim pitanjima razvoja i opstanka, ne mogu, a da se ne bave istorijom, sociologijom, pravom i filozofijom, a dragocene su pre svega radi pokretanja ideja o mogućnostima realizacije jednog stabilnijeg, tehnološki naprednijeg, socijalno uravnoteženog i humanog društva, i pri tome još i u skladu sa ekološkim načelima. E pa tih zahteva je i previše – neko bi mogao s pravom da primeti, ali to ne znači da takva teorijska i empirijska (pre svega institucionalna) traganja treba zaustaviti.

S druge strane gladano, to je samo jedna od dilema koja zahteva argumentovanu diskusiju ili tek samo potragu za novim rešenjima. Naime, do sada su isprobana mnoga, u odnosu na aktuelni tržišni i demokratski model alternativna „rešenja“, koja su dala gotovo podjednako neprihvatljive rezultate. Od revolucionarno-boljševičkog socijalizma, i sistema nametnute planske ekonomije, preko polpotovskog komunizma „crvenih“ Kmera u Kambodži, Gadafijeve „zelene revolucije“, kubanske ili bolivijske varijante antikapitalizma, pa do severnoevropskog ili kanadskog socijalizma, ili nemačke socijalno-tržišne privrede, danas je gotovo sve pomenuto u konceptualnoj i istorijskoj krizi koja proističe, kako iz samih modela, tako još i više uz činjenica stvarnosti.

## 2. EKONOMSKA TEORIJA I APSURDI EFIKASNOSTI

Na mnoštvu realnih i hipotetičkih primera, istorijskim paralelama i argumentima, sopstvenim analizama neobičnih iskustvenih sadržaja i manje znanih podataka i činjenica, Mahmutefendić pokreće, a ponekad samo reaktuelizuje, čitav niz pitanja i diskusija koje se latentno provlače kroz mnoštvo savremenih ekonomsko-političkih problema. Da li je privreda koncentracionih logora ispunjavala princip ekonomske efikasnosti ili je taj primer samo apsurd, eventualno i argument za traganje za drugačijim temeljnim principima ekonomske nauke i prakse, nego što su ih trasi-rali austrijska i londonska neoklasična škola? Da li su savremeni izazovi globalne ekonomsko-finansijske krize iminentni idealnom funkcionisanju principa slobodnog tržišta i konkurencije? Da li su slobodna tržišta u međunarodnim relacijama, i princip globalizma koji iz njega proističe, najbolje moguće rešenje za planetarni rast i razvoj? Gde je u svemu tome delovanje tzv. „tržišne greške“ i koliko se funkcionisanje javnih dobara, monopola, eksternalije kao što su u slučaju prekomerne eksploatacije prirodnih resursa, zagađenja životne sredina, ili klimatskih promena, danas uklapaju u opšti trend deregulacije i liberalizacije? Kako na ekonomski rast i razvoj deluju ekstremna diferencijacija dohotka, opšti rast siromaštva i sve većih nejednakosti?

To su, inače, samo neka pitanja koja preokupiraju skoro svakoga ko se bavi današnjim ekonomskim i drugim teškoćama i prioritetima globalnog i lokalnog rasta i razvoja. Pod ekonom-

skim rastom se u ovom kontekstu podrazumeva samo jedna dimenzija razvoja o kojoj inače postoje sporovi i brojne kontroverze u kontekstu koncepta održivog razvoja ili, pak „razvoja sa ljudskim likom“ koji inače pri tome ne dovodi u pitanje socijalnu održivost, ekološke ravnoteže i način egzistencije budućih generacija (Jovanović-Gavrilo-  
vić 2013, str. 113).

### 2.1. Testovi za efikasnost

Naime, ekonomske pretpostavke rasta, kao procesa povećavanja ekonomske aktivnosti i novododate vrednosti efektuirane na tržištu kroz cenu ma čega, mnogim primerima, komentari-  
ma i provokacijama mogu se prepoznati i kao apsurdni čak i u odnosu na temeljni princip ekonomije kao nauke o povećanju društvenog blagostanja. Tako, na primer pljačka banke „sa apsurdnog stanovišta“ mogla bi se okarakterisati kao pozitivan čin redistribucije dohotka koji opravdava načelo „pravednosti“, jer deo tog dohotka prelazi iz ruke bogatih, gde ima nižu graničnu korisnost u ruke mahom siromašnijih, gde ima „višu marginalnu korisnost“ (Mahmutefendić 2014, str. 38).

Ovde treba navesti i paradigmatični udžbenički primer koji govori o tome da je oslobađanje robova, sa stanovišta efikasnosti bilo loš potez, jer je zbir uvećanja individualnih koristi bivših robova definitivno bio manji u odnosu na gubitak dobrobiti koje su pretrpeli robovlasnici (Goodstain 2009, str. 46). Kako za sistem ropstva, tako i za primer sa pljačkom banke, neto korist je pozitivna, a princip efikasnosti je zadovoljen.

Osnovni teorijski prigovor koji pojedini ekonomisti navode za „test pljački“ je samo jedna dimenzija „kriterijuma efikasnosti“, s obzirom na činjenicu da se u planiranju i izvedbi pljački „ogromni resursi, talenti i kreativnost troše na neproduktivnu aktivnost koja ne donosi novu vrednost“. Imajući baš to u vidu kao ranije teorijski tretiran fenomen-paradoks, sa današnjeg stanovišta može se navesti mnoštvo aktivnosti i događanja koji dovode do legalne redistribucije dohotka i resursa, kao što su promene u stopama inflacije, poreskih i kamatnih stopa, valutnog kursa... Pri tome nekada redistribucija ide od siromašnih ka bogatim, a nekada obrnuto, ali kritičari pre svega na umu imaju možda najveći izazov za redistribuciju dohotka, koji je došao sa tržišta nekretnina i hartija od vrednosti. Od istorijski paradigmatičnog slučaja Natana Rotšilda (osnivača finansijske kuće Rotšild) koji se na bazi špekulacija a na štetu Engleske banke obogatio, u vreme bitke kod Vaterloa, pa do modela naduvavanja investicionog „balona“ posredstvom hipotekarnih kredita (sa početkom u SAD 2007) sve ispada kao ishod istih principa, u čemu se razlikuju samo nijanse.

### 2.2. Finansijske preraspodele

Način da ljudi reše pitanje krova nad glavom jeste i ostaje možda ključna potreba i prioritet investicija najvećeg dela populacije, pa tako ne čudi „sistem“ da se ljudi i firme uvuku u mehanizam olakog zaduživanja i otplate hipotekarnih i drugih kredita u skladu sa rastom cena nekretnina iz

zaloga. Već je registrovano tako da je u SAD tokom sedamdesetih godina 20. veka prosečna otplata hipoteka na kuću iznosila 18% porodičnog dohotka, a krajem 20. veka već 30% (Goodstain 2009, str. 203).

Skoro isti recept proširio se po svetu, pa i po zemljama u tranziciji sve do „pucanja balona“ u SAD 2007. godine. Onda je domino efekat oborio sistem olakog zaduživanja u čitavom svetu. Sanacija banaka i osiguravajućih kompanija odnela je bilione dolara poreskih obveznika u nepovratne intervencije radi spasa kakve takve stabilnosti finansijskog sistema. To je većim delom preraspodela u korist bogatih, a na štetu srednje klase.

Međutim, piramidalni rast ulaganja u privremeno propulzivne poslove na bazi mahinacija i špekulacija, dobro je poznata praksa u mnogim kriznim situacijama, tokom osamdesetih i devedesetih 20. veka, naročito u Latinskoj Americi, Bugarskoj, Albaniji a posebno u Srbiji. U našem slučaju tzv. devizna štednja tokom 1992-1993. pokazala je kao kratkotrajno „moguće“ da se investicije „same otplaćuju“, (Đukić, 1993) šta jednog dana neminovno dolazi pod sečivo neizbežnog finansijskog i realnog sloma, usled pada opšteg poverenja ili recimo tržišne vrednosti nekretnina. Onda na scenu nastupa žrtva sa principom „socijalizacije gubitaka“ koji se prevaljuju na poreske obveznike. Možda je baš to u vidu imao Kejnz kada je predlagao kao meru opreza za vreme ekonomskih kriza, da se zatvore kazina i berzanske transakcije (Mahmutedić 2014, str. 38).

### 2.3 Razvoj i povećanje razlika u dohotku

Ako se pođe od vladajuće predstave o tome da je današnji globalni ekonomski sistem, zasnovan na tržišnoj liberalizaciji i globalizaciji u krizi, onda je opravdano i stanovište da sam liberalni koncept ne daje one rezultate koji se od njega očekuju. Kao da su mu imanentne sve *veće razlike u dohotku*, kako na svetskom nivou između nacionalnih privreda i regionalnih ekonomija, tako i unutar pojedinih nacionalnih privreda, pa čak i gradova i užih celina. U tom smislu vodi neravnomernom regionalnom razvoju, često i opštem porastru nezaposlenosti, koncentraciji siromašnih u uvećanju stopa siromaštva, kao i smanjivanja socijalne sigurnosti, naročito u vreme pada privredne aktivnosti. Za to postoje dovoljno ubedljivi pokazatelji statistike na svetskom nivou.

Međutim, drugi opet smatraju da liberalni model nikada i nigde nije u celini primenjen, ili da su i sami liberali spremni da se odreknu krajnjih konsekvenci tog modela i da prihvate skupe i neefikasne intervencije države, usled čega je neophodno da se liberali vrate viziji slobodnog tržišta (Vukotić 2014, str. 24). Slično je stanovište po kome se ne može govoriti o krizi tržišnog sistema već o krizi koju donose državne intervencije i loše političke i socijalne korekcije delovanja tržišta (Prokopijević 2014, str. 73-88). Adam Smit se smatra rodonačelnikom liberalizma, pa je njegova teorija nejednakosti, koje delom smatra korisnim, velikim delom zasnovana na „prirodi samih zaposlenja“, ko-

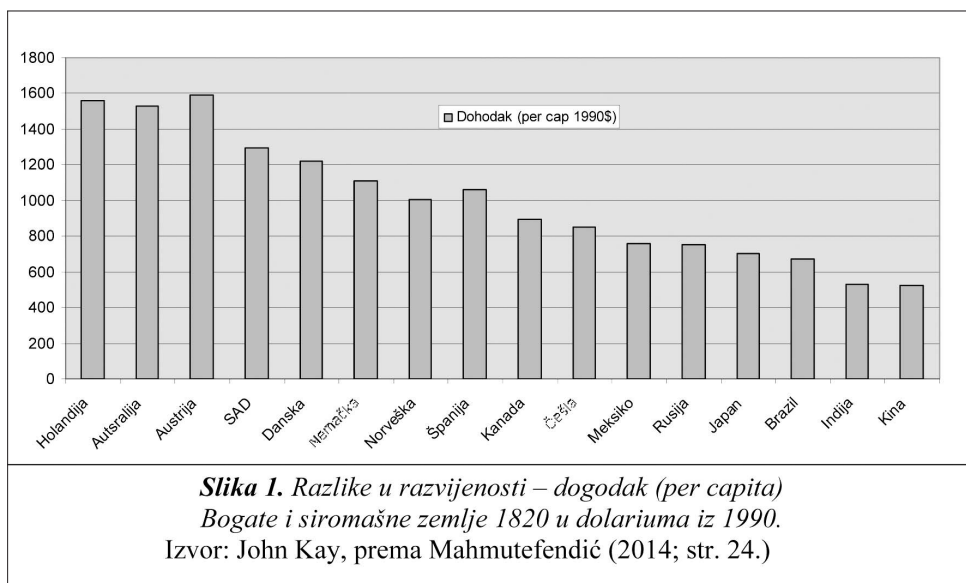
ja zavise od „lakoće osposobljavanja“, „ugodnosti posla“, „stalnosti zaposlenja“, „poverenja“ i „verovatnoće uspeha“. On je više nego iko u svom vremenu insistirao na oslobađanju tržišta rada i kapitala besmislenih stega i granica koje povećavaju nejednakosti, a koje je po njemu „prouzrokovala evropska politika“ (Smit 1970, str. 171, 196-198) tako što „stvari ne ostavlja savršeno slobodnim“ pa tako „ograničava konkurenciju“. Time ostavlja u nekim zanimanjima manjak ponude rada, u drugima višak konkurencije iznad one koja bi prirodno postojala, konačno i „sprečava slobodan opticaj rada, kapitala i zaposlenja iz mesta u mesto“ (regionalni razvoj – P. Đ.) Smit je bio potpuno svestan da se sistem tzv. slobodnog tržišta uvek ostvaruje, operacionalizuje, kroz konkretne institucionalne forme, koje ponekad mogu da zasmetaju slobodnom protoku faktora proizvodnje. On pominje kao ilustrativan engleski zakon iz 1673. o siromašnima koji je nametnuo brojne nevolje, a onda i zloupotrebe, razume se i korupciju tadašnjih župa (lokalnih zajednica) oko registrovanja i izdržavanja siromašnih.<sup>1</sup> Međutim, danas i osnovni obrasci oficijelno tržišne ekonomske politike, ne moraju i ne mogu po definiciji da budu

---

<sup>1</sup> Župe su dobile neizbežnu dužnost da se brinu za siromahe, a pitanje njihovog statusa je „rešeno“ tako što se 40 dana neprekidnog boravka daje svakome „zavičajnost“ u bilo kojoj župi. Onda su župski činovnici podmićivali svoje siromahe da potajno odu u drugu župu i tamo se kriju četrdeset dana da bi stekli zavičajnost i oslobodili njihovu župu (socijalne obaveze (Smit 1970, str. 220)

slika i prilika istog liberalnog modela, kao jednako poželjnog, na Balkanu, koliko i u razvijenoj Evropi, SAD, Kini, Africi ili Latinskoj Americi. Velike razlike pojavljuju se i u političkim prilikama koji uslovljavaju ekonomski razvoj, a naročito u funkcionisanju formalnih i neformalnih institucija, naročito u periodu tranzicije ekonomija prethodno komandnog tipa ka modelu liberalne tržišne ekonomije i političke demokratije. O tome svedoče prilično kontroverzni rezultati razvoja na dugi rok koji govore o tome da je tehnološka era tokom poslednjih 250 godina donela velike šanse, koje nisu dovoljno iskorišćene.

Tako na primer pre početka tehnološke ere, odnosno krajem 17. veka najbogatije zemlje poput Engleske i Australije imale su dohodak po stanovniku (po vrednosti dolara iz 1990) jedva preko 1.500 dolara, Danska, Italija i SAD, Belgija jedna preko 120 dolara, Nemačka ni toliko, Rusija 751 dolar, a Kina i Indija nešto iznad 500 dolara. Razlike između najrazvijenijih iz današnje grupacije OECD-a s jedne, i Kine i Indije s druge strane, bile su oko 3:1. Danas te razlike idu i do 30: 1. Proračun govori takođe da je današnja Bosna i Hercegovina pet puta razvijenija u odnosu na najrazvijenije zemlje nakon završetka Napoleonom ratova (Mahmutefendić 2014, str. 24). Nejednakosti se teorijski uglavnom mere Gini koeficijentom koji se kreće teorijski između 0 (stanja u kome nema nejednakosti i svi imaju isto), do broja jedan (stanja u društvu u kome bi jedan čovek imao sve a ostali ništa - maksimalna nejednakost).



Između 1980. i 2000. Gini koeficijent povećao se u 17 od 22 zemlje OECD. U SAD (gde je prema opštem stanovištu najizraženije delovanje liberalne ekonomije i politike) on danas iznosi 45 što je na nivou Meksika, Nigerije, Irana. Tokom 1979. 10% najbogatijih Amerikanaca ostvarivali su jednu trećinu dohotka, a već 2000. taj udeo je povećan na 50%. Pri tome je samo jedan procenat u 2009. ostvario 24% dohotka, što je najveći udeo od 1924. (Šuković 2014, str. 66-67). U okviru pojedinih ekonomija koje su u većoj meri važile kao liberalne nejednakosti su se povećavale uporedo sa ekonomskim rastom, koji je omogućavao nekima da steknu daleko veće učešće u dohotku, ali i siromašnima ostavljao na raspolaganju sve manje dohotka.

Međutim, takva poređenja na osnovu nivoa razvijenosti nisu dovoljno ilustrativna, jer se stanje razlikuje od zemlje do zemlje. Kina i Indija najveći su

korisnici liberalizacije svetske trgovine, globalnog investiranja i tehnološkog transfera, faktički najvećih učinaka globalizacije. Razume se da se i u njima rapidno povećavaju ekonomske i socijalne razlike, što objektivno u njihovom slučaju ne pravi smetnje, već pre svega korisno podstiče preduzetništvo i rast. Mnoge druge zemlje nisu takve sreće.

### 3. MERENJE BLAGOSTANJA

Materijalnim blagostanjem kao pretpostavkom društvenog prosperiteta i sreće bile su fascinirane gotovo sve novovekovne pristalice progresa, uključujući prosvetitelje, liberalne, pa i samog Marksa i Engelsa, koji su pozdravljali britansku kolonizaciju Indije ili pak američko osvajanje Kalifornijepa čak i robovlasništvo na jugu SAD kao uslov za napredak i prevaziлаženje zaostalosti“ (Mahmutefendić 2014, str. 13).

### 3.1. Marginalna korisnost kao pretpostavka za sreću

Neoklasična ekonomija od klasične politekonomske škole preuzima princip „nevidljive ruke“ kao temeljni za objašnjenje rasta agregata, a za proizvodnju i razmenu na mikronivou analizu individualne potrošnje, korisnosti i druge manifestacije *homo economicusa*. A njegova osnovna karakteristika je izolovanost i perfektna racionalnost u donošenju odluka. Maksimizacija korisnosti je osnovni postulat takvog čoveka. Ljudska sreća ostaje po strani u radovima klasične političke ekonomije ali, nekako se bar implicite „... podrazumeva identifikacija rasta dohotka i bogatstva odnosno da povećanja količine potrošnih dobara kojom *homo economicus* raspolaže, povećava njegovu sreću“ (Mahmutefendić 2014, str. 17).

To je možda i najspornija teza na kojoj se zasniva kritika ekonomske teorije sreće, kao implicitne paradigme savremene ekonomske nauke. Naime, ekonomska dobrobit nije sreća u celini – to su potvrdili drevni, kao i današnji filozofi, a ekonomisti im u tome nikad nisu oponirali. Štaviše, neki od njih poput Artura Okuna, pokušavajući da odgovore na pitanja šta sve čini kvalitet (srećnog) života odgovarali su da je to pitanje pre za nekog „kralja filozofije“ a ne za ekonomistu (Wonnacott/Wonnacott, 1082, str. 719)

Ali je u ekonomiji definitivno kao istinita usvojena tvrdnja najpre britanskog filozofa Džeremija Bentama i drugih utilitarista da druga šolja kafe kao i drugo jelo donose manje zadovoljstva od prve šolje kafe ili prvog jela. Ovaj

potrošački princip u povoju poručuje da se čovek ne oseća srećan nečim čega ima u obilju. Ekonomisti su na osnovu utilitarističke filozofije razvili zakon „opadajuće granične korisnosti“. Tako se u udžbenicima osnova ekonomije obično daje primer prve krigele piva koja daje najveće zadovoljstvo, druga, treća i četvrta takođe pružaju zadovoljstvo, ali svaka od njih sve mane od prethodne, dok peta po redu čak donosi negativnu graničnu korisnost, jer se pije s mukom i donosi mučninu i glavobolju. Konsekvence marginalne korisnosti prenete su na funkciju dohotka i bogatstva. Naime, povećanje dohotka kojim se prevazilazi siromaštvo i gola borba za egzistenciju proizvodi pozitivnu i visoku granicu korisnosti i čini ljude srećnijim. Međutim, povećanje dohotka i bogatstva „iznad nivoa udobnosti i sigurnosti, koje vodi u raskoš i rasipanje, proizvodi negativnu graničnu korisnost“. Ovaj citat američkog sociologa i ekonomiste Torstena Weblema iz 19. veka govori posebno o fenomenu snobovske tražnje, tačnije rečeno, osećaja ljudi da im naprosto cilj potrošnje i luksuza „postaje zavist drugih ljudi“. Tzv. prestižne potrebe pokazuju se i kao uzročnik niza specifičnih negativnih eksternalija poznatih usled težnji da se u svim uslovima saobraćaja putuje ličnim automobilom, da se po svaku cenu živi u najelitnijem delu grada što vodi ka paradoksima „pozicijske konkurencije“, koje uslovljavaju gužve, zasićenost, stres, i povećanje troškova (Đukić, 2011, str. 97).

Dobra tzv. upadljive potrošnje su ona koja prevazilaze nivo potreban za



zadovoljenje ljudskih potreba. Nagon za oponašanjem i takmičarski duh, upravljaju ljudskim ponašanjem gotovo isto toliko koliko i nagon za samoodržanjem. Povećanje produktivnosti rada u bogatim zemljama, tvrdio je J. K. Galbrajt dovodi do kreiranja novih nepotrebnih proizvoda koji ne doprinose blagostanju već predstavljaju plod kreiranja želja čije su žrtve mahom prostodušni ljudi niskog obrazovnog nivoa (Galbrajt, 1998, str. 35). Zapravo, njima je najlakše manipulirati. Razmatranje ovih psihološko-ekonomskih fenomena bitno je u kontekstu analize konkurentnosti današnjeg tržišnog modela koja se u velikoj meri sastoji u kreiranju samih potreba, a ne u njihovom stvarnom i humanom zadovoljavanju.

### 3.2. Udobnost i uživanje - relativitet određenja

Nova kontroverza koju razmetra Mahmutefendić je razlika između udobnosti i uživanja. Udobnost je odsustvo neudobnosti ali je za uživanje neophodan i stimulans. Potraga za uživanjem premestila se iz sfere proizvodnje u sferu potrošnje. Šta je sve mera ukupnog blagostanja ljudi ako su osećaji udobnosti i uživanja subjektivni? Time su se bavili istraživači koji su pokušali da ukažu na razliku između rasta i razvoja. Za razliku od prostog ekonomskog rasta, ekonomski razvoj podrazumeva promene u strukturi privređivanja i odnosima proizvodnih faktora a posebno u tipu i strukturi delujućih tehnologija. To znači da je za ekonomski razvoj karakteristično uvođenje novih pro-

izvodnih postupaka, kooperacija i drugih oblika tehnološke i ekonomske saradnje koji omogućavaju promenu proizvodnih programa. Na „zaleđenoj“ i birokratskoj proizvodnoj organizaciji i privrednoj strukturi ne može se zasnovati nikakav ekonomski razvoj. Tržišna privreda, ekonomija otvorenog tipa i preduzetničke orijentacije i stimulaturna razvojna funkcija države – to su u savremenom svetu neophodne pretpostavke ekonomskog razvoja.

Za ostvarenje *socijalnog blagostanja* nije dovoljan porast samo materijalnog standarda života i mogućnost posedovanja i potrošnje velike mase dobara i usluga. Osim potrošačkog faktora neophodni su i elementi zadovoljstva i harmonije života pojedinaca kao i njihovog uključivanja u zajednicu. Već pomenuti Artur Okun, svojevremeno predsednik ekonomskog saveta SAD navodi sledeće sadržaje ekonomskog blagostanja:

- *ekonomski rast i razvoj* koji omogućavaju zadovoljavanje individualnih i socijalnih potreba.

- *obim socijalnih prava i mogućnosti njihovog korišćenja.*

- *raspoloživa količina i mogućnost korišćenja slobodnog vremena.*

- *subjektivni osećaj lične sreće pojedinaca i porodice* (Wonnacott/Wonnacott, 1982, str. 719 )

Dakle, već su se razni autori, filozofi i ekonomisti, odavno pitali, da li BDP i ekonomski indikatori mere u celini ekonomsko blagostanje. Po pravilu nisu davali potvrđan odgovor. Tako na primer, pisac jednog od najpoznatijih udžbenika ekonomije Gregori Menkju

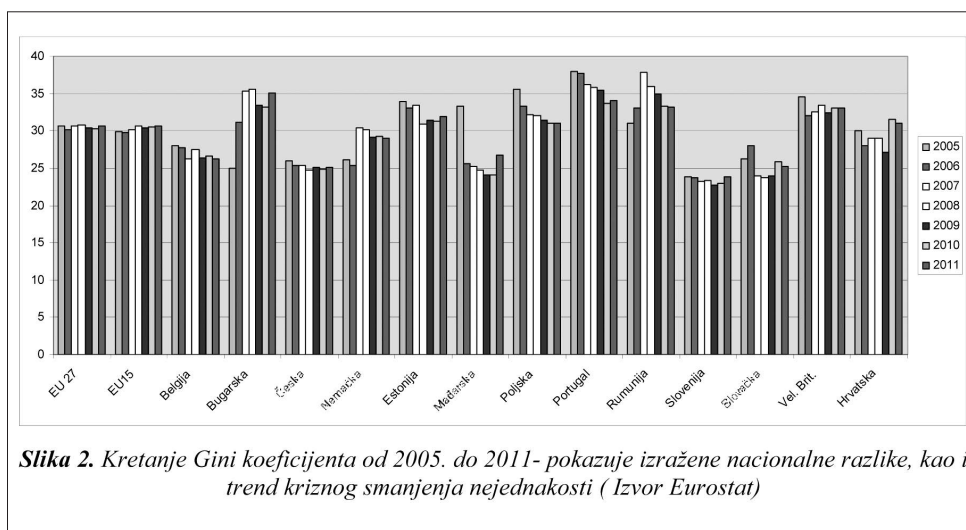
kaže da „BDP ne meri direktno sve ono radi čega treba živati, ali meri našu sposobnost da steknemo ono što je za život neophodno“ (Menkju 2005, str. 263).

#### 4. RAST I NEJEDNAKOSTI – EVROPA I ZEMLJE U REFORMI

Nejednakosti su prisutne negde manje a negde više pri čemu to ne zavisi mnogo od ekonomskog i tehnološkog stanja zemlje, već pre svega od tradicije. Tako, na primer oba američka kontinenta naginju većim nejednakostima, dok su u Evropi u proseku nejednakosti manje. Ali i u evropskim zemljama, bez obzira na stanje razvijenosti prepoznaju se one nacije koje su egalitarnije od drugih, pa u njima Gini koeficijent nije dostigao 30. Takve su Švedska, Slovenija, Češka, Belgija, pa čak i Mađarska, dok su na drugoj strani zemlje kao što su Rumunija, Portugal, Britanija, Hrvatska, pa i Srbija (koja se ne nalazi u Evrostatu-

vom uzorku (ali je po vrednostima bližu Hrvatskoj) sa izraženim nejednakostima (Gini koeficijent je oko 30). Rusija (koja nije u uzorku Evrostatove statistike) već u fazi rane tranzicije 1995. ostvarila je Gini koeficijent od 47%, što je uporedivo sa današnjim nejednakostima SAD ili Brazila. (Samuelson 2009, str. 385-386)

Međutim, treba imati u vidu bitnu razliku između nejednakosti imovine i nejednakosti dohotka, pri čemu je ova druga nešto manje izražena a od nje u većoj meri zavisi životni standard i kvalitet života ljudi. Naime, neko može imati znatne zalihe imovine, koje ostavlja potomstvu, ali zato skroman tekući dohodak, i aktuelnu potrošnju, dok drugi ljudi koji nemaju imovinu, pa čak ni visok lični dohodak ali troše tuđi dohodak ili žive solidno zahvaljujući pozajmicama i prenošenju obaveza na porodicu, državu ili sledeće generacije.

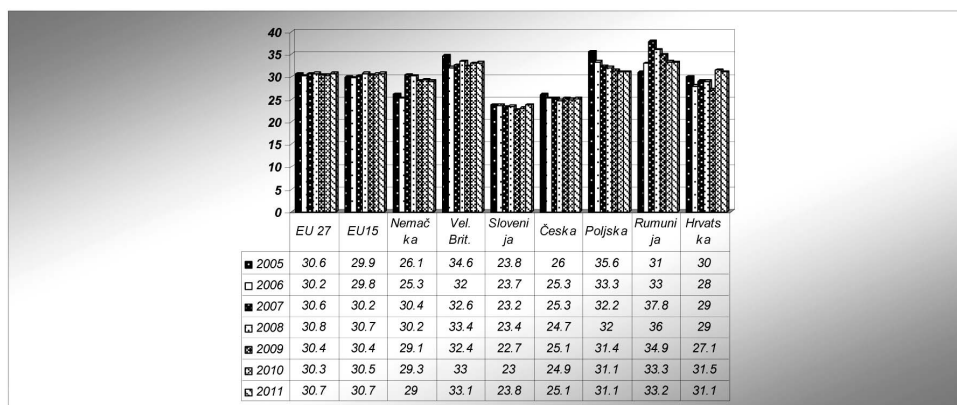


U svakom slučaju, kao trend primetno je povećanje nejednakosti na dugi rok koje omogućava trajni rast i razvoj i obrnuto smanjenje Gini koeficijenta u periodima kriza, da se i ne govori o ratovima ili stanju prirodnih katastrofa (slika 2).

Razlike u dohotku tokom 21. veka, na Balkanu su se povećavale, ali i stag-

### 5. EKONOMSKI RAZVOJ, NEJEDNAKOSTI I OSEĆAJ SREĆE

Nejednakosti po definiciji ne moraju biti loš saveznik razvoja, pa je prirodno da ljudi teže izdvajanju iz prosečnosti. Da li je u redu poređenje ili tek samo zdravo za gotovo treba uzeti podatke da



*Slika 3. Nejednakost pokazuje veće promene u varijacijama opšteg ekonomskog stanja u manje razvijenim zemljama, bez obzira na stanje dohotka.*

nirale, pa se ponegde i smanjivale usled delovanja krize. To pokazuju uporedivi podaci Evrostata za zemlje Jugoistočne Evrope koje su unutar Evropske unije, i poređenju sa uporedivim, kao i najutičajnijim zemljama EU (slika 3).

Poređenje je više nego jasno. Kultura i tradicija nejednakosti nešto su izraženije u mnogoljudnijim zemljama, pa je tako nejednakost veća u Poljskoj, Rumuniji i Britaniji u odnosu na Češku i Sloveniju. Ali to nije jedino što razlikuje kulture manje ili veće egalitarnosti ili izraženih nejednakosti. Ljudi su najčešće svesni razlika i smatraju ih do izvesne mere normalnim i poželjnim.

je većina Amerikanaca tokom prosperitetnih 50-ih godina 20. veka, po sadašnjim uporedivim kriterijima živela ispod granice siromaštva.

A studentima Harvardskog univerziteta postavljeno je pitanje da li bi živeli u svetu A ili B.

A) u ovom svetu zarađujete 50.000 dolara a ostali zarađuju 25.000.

B) u svetu B zarađujete 100.000 dolara, a ostali zarađuju 250.000 dolara.

Više od polovine ispitanika opredelilo se za svet A. Nema sumnje da bi sličan ukupni odgovor dali studenti većine kultura današnjeg sveta. A na pitanje da li bi odabrali radni sistem u

kome imaju dve sedmice odmora a ostali jednu sedmicu ili sistem u kome imaju četiri sedmice, a ostali imaju osam, samo 20% izabralo je prvu varijantu. Zaključak koji se nameće, kao da je preuzet od Weblena iz 19. veka. On je još pre sto pedeset godina zapisao da vremenom sa porastom bogatstva cilj prekomerne potrošnje postaje „zavist drugih“.

### 5.1. Ekonomija i filozofija sreće – potrošnja, život i vrlina

Građanska misao, kako liberalne tako i socijalističke i marksističke orijentacije bila je preokupirana idejama progresa, slobode i materijalnog blagostanja. Grčki filozofi su materijalne uslove blagostanja uvažavali, kao samo jednu od pretpostavki za sreću, koja je prema Platonu rasprostrta među tri vrste uživanja: želje, timos (dostojanstvo, čast) i razum. Sve tri pomenute dimenzije duše zahtevaju zadovoljenje i ispunjenje, ali su ljudi skloni više jednoj a manje drugima, pri čemu su filozofi, razume se najskloniji znanju kao cilju razuma. Aristotel je, razume se, smatrao da je srećan čovek koji živi u skladu sa potpunom vrlinom, ali pri tome on takođe mora da bude snabdeven eksternim dobrima tokom celog života. Ali on takođe pledira za umerenost i zlatnu sredinu u svemu, pa i bogatstvu i potrošnji. Epikur opet razmatra ljudsku sreću kao prevagu između bola i strasti, odnosno sadašnjeg i budućeg uživanja. Platon je razlikovao tri vrste uživanja: materijalno bogatstvo, uspeh i čast, kao i znanje.

Filozofi najveću sreću ostvaruju preko znanja, ali *eudaimon* (grčka katego-

rija koja označava sreću) „implicira permanentne uslove života i stanje karaktera, što se nalazi između prosperiteta i integriteta ličnosti“. U svakom slučaju određeni nivo materijalnog prosperiteta preduslov je za sreću – stav je gotovo svih filozofa koji su se ovim pitanjem bavili. Možda najtemeljniji starorimski filozof Seneka, pre svega kao stoičar, bavi se prioritetno pitanjima doseganja vrline, kao najvišeg (filozofskog) životnog cilja ali daje veoma konkretne poduke o ekonomsko-finansijskom poštenju, vraćanju duga, kamati, kreditu, potrošnji, pa i onoj razmetljivoj, snobovskoj koju prezire, poput Weblena u 19. veku i nekih današnjih antikonzumerista. On tako postavlja čitav niz pitanja aktuelnih do dana današnjeg. „Ko je ikada na sebe navukao haljinu od skarleta zato da je nikome ne bi pokazao? Ko je ikad u zlatnom posuđu služio jelo koje je uživao sam“?. Ili:...“ onaj ko se divi i zna za nešto, taj nas podstiče na sve ono o čemu ludujemo... Ambicija, raskoš i razuzdanost traže publiku“. (Seneka 2008, sr. 390)

Ili ideja „vreme je novac“, za koju bi većina današnjih ekonomista i sociologa rekla da potiče sa anglosaksonskog ekonomsko-finansijskog prostora, u stvari je jedna od neupitnih nasleđenih pouka i mudrih misli, koju Seneka citira zajedno sa onom drevnom „upoznaj samoga sebe“. Pri tome treba imati u vidu da je Seneka, kao relativno bogat čovek, imao volje, snage i mogućnosti da se odrekne celokupnog imetka kada je prognan iz Neronove palate u kojoj je radio kao njegov učitelj (Seneka, 2008, str. 9 . i str. 356, itd).

### 5.2. Blagostanje kao društveni zbir uživanja i udobnosti - arhetipovi ili floskule

Ono što je u nekom vremenu vladalo kao temeljni princip, često se, sa današnjeg stanovišta, može okarakterisati kao zabluda. Tako nešto nameće dinamika društvenih promena koje su, po pravilu, uslovljene tehnologijom, kulturom i ljudskim ponašanjem. Možda je problem u ekonomiji nešto očigledniji jer se upravo ekonomska nauka, s obzirom na činjenicu merljivosti i kvantitativne proverljivosti njenih rezultata novčanim tokovima i tržišnim vrednostima. Međutim, sklonost ekonomskih teoretičara da stalno pokušavaju da tumače svaki uspeh i opšterazvojne rezultate društva u celini, ekonomskim parametrima, neretko vodi ka nerazumevanju i apsurdima, kao što su proračuni i procene društvenog blagostanja, odnosno faktora i kombinacija ekonomske politike, odnosno strategija koje ga omogućavaju.

Jedno od ključnih pitanja određenja društvenog blagostanja je već tretirano pitanje sreće, koje bi se moglo razmatrati i sa stanovišta materijalnih i finansijskih pretpostavki za sreću pojedinca, ali samo u kontekstu njegovih društvenih vrednosti i socijalnog okruženja, pa do specifičnih duhovnih, ličnih, emotivnih i drugih sadržaja ovog kompleksnog pojma. Blagostanje, efikasnost, potrošnja, tokovi dohotka, fiktivne transakcije i „kreativno računovodstvo“ (o kome u kontekstu ekonomsko-finansijske krize govori Stiglic, a koga posebno ističe Mahmutefendić, 2014, str. 47) samo su neki od najnovijih apsurdnih

činjenica koje se uklapaju u savremenu neoklasičnu teoriju, kao legalne, dopuštene i društveno korisne, ali koje ostavljaju haos u ukupnim efektima koji bi se mogli proračunati.

Ovo ne važi samo za moralne, socijalne, kulturne i druge neekonomske efekte, već i za čisto ekonomske rezultate. Kada je Pol Semjuelson rekao da je „ekonomski razum u stvari ne razum“ imao je upravo na umu to mnoštvo pozicija na kojima se pokazuje da se ekonomskim načelima slobodnog tržišta, „nevidljive ruke“ i principa „Pereto efikasnosti“ ne može objasniti svaka današnja stavka u privrednom životu. I obrnuto, sve što se u realnom ekonomskom životu dešava, kako na nivou porodice, tako i između pojedinaca, nacija, država i kompanija, ne podleže principu Pereto efikasnosti ili modelu delanja isključivo u egoističnom pravcu, a na dobrobit društva. Tako se neka mogu razumeti projekti solidarnosti, zaštite životne sredine, akcije za klimu, filantropije, društveno odgovornog poslovanja, prevencije i osiguranja u slučaju prirodnih katastrofa (Gidens, 2010, str. 112-115).

Nije po definiciji tačno da je mera društvenog blagostanja zbir pojedinačnih ekonomskih uspeha, naročito kada se oni zasnivaju na pukim transakcijama, „naduvavanju“ finansijskog balona“ kreditima koji se zasnivaju na privlačnosti ulaganja u nekretnine, koje opet same po sebi podsticane tražnjom i privremenim rastom cena podižu interesovanje i dovode do čudovišnih ishoda i lomova. Krizama finansijskog tržišta nikad kraja, iako je ekonomska

istorija mnogo puta uputila na moguće scenarije u kojima se finansijske krize pretvaraju u stagnaciju i recesije realnog sektora<sup>2</sup>. Pitanje koje sledi iz ovakvih scenarija je: kako onda dalje i šta umesto?

### 5.3. Zaposlenost, efikasnost i rast – glavna kontroverza ekonomije

Sve do čega je teorija privrednog razvoja došla, veoma teško se može uočiti u empirijskim tokovima života, koji su po definiciji mnogo složeniji i bogatiji od teorijskih modela, ma kako da su ovi logički konzistentni i tehnički savršeni. Matematika, informacione tehnologije, algoritam grafikona i varijabli, kao i sve bogatiji materijal i instrumentarij za obradu statističkih i drugih ekonomskih činjenica, ne mogu da pokriju faktore kao što su „poverenje“, „zadovoljstvo“, „lojalnost“, socijalna kohezija“, „empatija“, „solidarnost“, „socijalna ravnoteža“, „mir i spokojstvo“, „kreativna dokolica“, „stabilnost braka“ i drugih međuljudskih institucija, da se i ne pominju opštedruštvene vrednosti kao što su pravda, sloboda, poštenje, tolerancija... Uzmimo li se u razmatranje i takva specifična pitanja kao što je pojam „društvene efikasnosti“, „sreće“ „slobode tržišnog izbora“, ili

---

<sup>2</sup> Jedan od argumenata za ovu tvrdnju je dodela Nobelove nagrade za ekonomiju francuskom ekonomisti Žanu Tirolu za 2014. godinu „za njegovu analizu tržišne moći i regulative“. Tirol je dobio Nobelovu nagradu za istraživanja iz oblasti unapređenja regulative koja se odnosi i na najveće banke i druge finansijske institucije, a u svetlu prevencije finansijskih kriza.

pak recepture za „uspešnu tranziciju“, efikasnu antikriznu ili stabilizacionu politiku, da se i ne govori o liberalizaciji, deregulaciji ili privatizaciji, kao leku za svaku oblast proizvodnje dobara i usluga, državu, prirodu, ljude, onda se većina takvih stavova ispostavlja kao manje ili više apsurdna.

Posebnu pažnju zaslužuju pitanja „tržišne greške“ o kojima postoje prilično kontroverzna stanovišta. Njihov spisak, naime, podleže stalnoj reviziji, u skladu sa istorijom i talasima ekonomsko-političkih inicijativa intervencionizma (regulacije) s jedne, i liberalizacijederegulacije, s druge strane. Tako se na primer u literaturi različito, a česti i kontroverzno, tretiraju mnoga pitanja prirodnih monopola, ostvarenih u energetici, vodosnabdevanju, komunalnim funkcijama, zaštiti životne sredine, upravljanju resursima...

Deregulacija i liberalizacija mnoštva javnih službi i upravljanja javnim dobrima, koja su do juče izgledala neprikladna za javnu upravu i gazdovanje u interesu zajednice, odjednom su se ispostavile kao bolje i efikasnije rešenje. Međutim, nije baš tako, ako se pogleda nastavak priče o liberalizaciji tzv. vodnih tržišta ili o energetske bezbednosti, stabilnom snabdevanju elektroenergijom, standardima zaštite životne sredine, (Gidens, (2010).

## 6. ZAVRŠNE NAPOMENE ILI TRAGOVI MOGUĆEG REŠENJA

Razliku između ekonomske pa društvene teorije uopšte, s jedne strane, i društveno-ekonomske stvarnosti u najširem smislu, veoma se lako regi-

struje u mnoštvu domena. Uostalom, teorija i praksa i po definiciji ne mogu da se poklapaju. Društvo je suviše složen sistem da bi ga bilo kakva teorija mogla dubinski „skenirati“ i otkriti sve fine i nepredvidive nijanse ispoljavanja njegovih procesa.

Neponovljivost je faktički jedan od ključnih odgovora na pitanje zašto se društveni zakoni ne mogu empirijski dovoljno pouzdano testirati ili podvrgavati eksperimentima, kao što se to čini u biologiji, hemiji, fizici ili matematici. Ekonomska nauka je posebno na udaru takvog otklona od teorije koja se baš i nije snašla u sve novijim i sve različitim okolnostima današnje stvarnosti. Politika globalno nametnutih modela i obrazaca jednog pre svega teorijski efikasnog sistema, kao modela i obrasca brzog i jednostavnog „rešavanja“ problema na terenu, još manje.

Model održivog razvoja baziran na intergeneracijskoj pravdi sa preklapanjem ekonomske, sociokulturne i ekološke komponente (Đukić 2011), možda bi mogao da posluži kao most za rešavanje izazova i konverzi koji u sebi sadrže „neprikosnoveni nalazi“ (aksiomi) i „nepromenljivi“ obrasci ustrojivosti privrede i društva. Svet je prepun apsurdna, koji su delimično u ljudskom ponašanju, kako individualnom tako i kolektivnom. Teoretičari javnog izbora pokazali su da, ako se pojedinci u ekonomskom životu, kao proizvođači i potrošači ponašaju egocentrično, nema razloga da drugačije postupaju u političkom životu ili kao nosioci javnih funkcija. Svaka odluka koja nema čisto individualne konsekvence je javni izbor.

On je prepun iznenađujućih otkrića koja upućuju na upotrebu institucija, javne moći i sredstava.

Javna dobra su najveći izazov za privatne i javne korisnike, naročito, ako se uzmu u obzir sve pretnje koje prate javni izbor. Političke snage, bilo kao grupe ili pojedinci koriste ga za maksimiziranje sopstvenog blagostanja. Otuda nije uvek najbolje rešenje ono koje je rezultat demokratije, kao modela većinskog donošenja odluka. U tome se slažu, autori teorije javnog izbora, kao što su Bjukenan, Masgrejv, Samjuelson i drugi s jedne strane, kao i žestoki kritičari teorije (i apsurdna) liberalne ekonomije, među kojima je i Mahmutefendić. Naime, politički troškovi većinski prihvaćenog i operativnog modela društveno-ekonomskog sistema, odnosno „mehanizma“ rasta i razvoja, pa i vladajućih idejnih obrazaca tog razvoja, po definiciji su veliki a njihov angažman je više nego skup.

Nastojanje da se u organizovanim društvenim stvarima promoviše načelo „opreznosti u nauci“ poteklo je u Evropskoj uniji još u 2002. godini kao produkt teorije održivog razvoja. Naime, o tome govori Memorandum o primeni načela opreznosti pri zakonskoj kontroli naučnih tehnoloških inovacija i pri uvođenju novih proizvoda na tržište, u društvo i u životnu sredinu. Zaslužuje pažnju i to što je zastupništvo Unesko koje je 2000. godine izvršilo niz analiza pod nazivom COMEST u kojima se tretira praksa etike u korišćenju energije, svemira, vode, informacija.

Društvene vrednosti (u neekonomskom značenju) opredeljuju ponašanje

čoveka, ali među njima su i svetinje kao što su pravednost, poštenje, učtivost, koje u svakoj kulturi imaju posebno mesto. One nisu stopljene sa ponašanjem čoveka, ali ga određuju i oblikuju zavisno od konteksta kulture. Izgradnju tzv. planetarnog sistema takvih opšteprihvatljivih vrednosti neki vide kao „moguće rešenje protivrečnosti u kontekstu samokontrole i javnih politika“ (Ivanović 2008, str. 140-141).

Međutim, pitanja i problemi veoma različitih kolektivnih identiteta širom sveta, govori nešto drugačije, odnosno da su planetarne vrednosti manje-više upitne i teško prihvatljive kao nametnuti kodeks ponašanja. Ako se vratimo centralnoj temi određenja teorijskih i praktičnih protivrečnosti savremene društvene, a posebno ekonomske nauke, uviđamo da je neka vrsta pomirenja neminovna. Ljudi su istovremeno pripadnici profesija, kultura i klasa, a ne samo individualni subjekti na tržištu ili birači na izborima. Mnoštvo identiteta objašnjava njihovo ponašanje pa i ono ekonomsko-finansijsko.

Ponekad je i sama analiza pomalo apsurdna, jer se u njoj ne postavlja pitanja delovanja ekonomskih i društvenih zakona, kao stohastičkih, odnosno samo kao pravilnosti... Istorijski kontekstualno prihvatanje faktora stvarnosti kakva jeste, koji deluju na samo ispoljavanje pravilnosti, tendencija i tokova, trebalo bi da pokaže da izuzeci od zakona potvrđuju zakon. Tako možda i kubanski sistem društvenih vrednosti, socijalne kohezije, životne motivacije i ličnih i opštih ciljeva, ili kineski model rasta koji se ne zasniva na individualnoj

borbi za tržište, ekonomski prestiž i profit, ne moraju da budu pravi argumenti za opovrgavanje temeljnih načela (liberalne) ekonomske nauke.

Međutim, kada su u pitanju društvene vrednosti, mere blagostanja ili osećaj sreće, mnoštvo argumenata ide u prilog relativizaciji merila i kriterijuma, u zavisnosti od pripadanja grupi, teritorijalnom ili kulturnom identitetu, koji nameću drugačije nalaze, a tzv. univerzalne ekonomske i političke standarde stavljaju pod znak pitanja. Tako naprimer vrednosti kao što su materijalno blagostanje ili individualizam kojim težnja pojedinaca da ostvare sopstveni egoistički interes vodi samo u poredak slobodne konkurencije do blagostanja svih, veoma su upitne za mnoge narode, kulture i subkulture, da se i ne pominju religiozne predstave ljudi ili njihova tradicija. Razvoj novih tehnologija deluje u formi „dva lica boga Janusa“ (Đukić 2011, str. 73) ne samo u odnosu na životnu sredinu i prirodne resurse, kao što se to obično tumači već i u smislu kontroverzi i mogućnosti manipulacija, u pogledu čovekovih potreba, identiteta, kulture, i osećaju sreće. Razume se da su neupitne materijalne pretpostavke većeg dohotka, rasta, zaposlenosti i standarda, koje proističu iz tehnološkog progressa.

Tržište je, s te strane nezamenljiv sistem posredovanja između želja, potreba i načina njihovog zadovoljavanja, odnosno između zahteva i tehnoloških rešenja. Ali ne može se na osnovu toga tvrditi da je to perfektan i dovoljan samoregulišući sistem koji obezbeđuje razvoj i socijalno blagostanje. S druge



strane, mnogi su se opekli u traženju idealne državne intervencije koja „ispravlja“ greške, čiji je spisak sve duži, a troškovi tih aktivnosti sve veće. Permanentni dijalog o tome zahtevaće nove odgovore upravo, u skladu sa istorijskim i tehnološkim promenama, koje su svuda oko nas.

### LITERATURA

- Chris Arthur (2012), *Financial Literacy Education; Neoliberalism, the Consumer and the Citizen*, By Sense Publishers, Netherlands
- Đukić Petar (1993), „Izazovi i stranputice nove (privatne) devizne štednje“, časopis „*SDK*“ br. 3, 1993, str. 12 - 16
- Đukić, Petar (2011) *Održivi razvoj – Utopija ili šansa za Srbiju*“, Tehnološko-metalurški fakultet, Univerzitet u Beogradu
- Đukić, Petar (2013), „Tržište, država i kriza - pre i posle velikih turbulencija“, časopis *Ekonomске ideje i praksa*, tematski broj, dvobroj 9/10, za 2013, Savetovanje Akademije ekonomskih nauka i Naučnog društva ekonomista Srbije „Izgleđi i alternative izlaska“
- Đukić, Petar, (2014) „Ekonomski liberalizam u kontekstu aktuelne globalne krize: pro et contra“, u tematskom zborniku radova (*Anti*) *liberalizam i ekonomija*, (Ur. odbor: Veselin Vukotić, Danilo Šuković, Mirjana Rašević, Slobodan Maksimović, Vladimir Goati), Institut društvenih nauka Beograd, (str 122-130).
- Dumenil Gerard, Levy Dominique, (2011), *The Crisis of Neo liberalism*, Harward University Press, Cambridge, Masacusets, London,
- Galbrajt Dž. Kenet (1998) *Dobro društvo – humani redosled*, Grmeč – Privredni pregled, Beograd
- Gidens, Entoni (2010), *Klimatske promene i politika*, Clio, Beograd
- Golubović Nataša, (2011), *Društvena ekonomija*, Ekonomski fakultet, Univerzitet u Nišu
- Goodstein S. Eban. (2009) *Ekonomika i okoliš*, drugo izdanje, Mate, d.o.o. Zagreb.
- Harvey David (2005) „Spaces of neoliberalization: towards a theory of uneven geographical development“, Hettner-Lectures Series editors: Hans Gebhardt and Peter Meusbürger, Managing editor: Michael Hoyler Volume 8, Hettner Lecture 2004. Franz Steiner Verlag
- Ivanović Milan (2008) *Tri eseja o znanosti*, Elektrotehnički fakultet, Osijek
- Jovanović- Gavrilović Biljana (2013) *Privredni razvoj sa ljudskim likom*, Centar za izdavačku delatnost, Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu
- Kanton Džejms (2010) *Ekstremna budućnost*, Clio, Beograd
- Kszistof Piech (2008) *Knowledge based Economy, in Central and East European Countries – a review of some research results and policies* el. materijal korišćen pri izradi Nacionalne strategije održivog razvoja Republike Srbije
- Madžar Ljubomir (2012) *Antiliberalizam u 22 slike*, Beograd, Službeni glasnik

---

## FINANSIJE

- Mahmutefendi' Tahir (2014), *Eseji iz apsurdne ekonomije i politike*, Bosphanska riječ, Tuzla.
- Nesvetailova Anastasia (2005) *The Logic of Neoliberal Finance And Global Financial Fragility: Towards Another Great depression?* (str.61-91) *Neoliberalism in Crisis*, Accumulation
- Gregori Menku (2005) *Principi ekonomije*, Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beograd, Beograd
- Okun Arthur M., (1971) „Should GNP Measure Social Welfare?“, *Brookings Buletin* (Washington, Summer, , prema Wonnacott/Wonnacott, Economics, str. 719
- Petak Zdravko (2001). *Javna dobra i političko odlučivanje*, Fakultet političkih znanosti, Zagreb
- Prokopijević Miroslav (2014) „Liberalizam i libertarijanizam i privredni razvoj“, tematski zbornik radova (*Anti*) *liberalizam i ekonomija*, (Ur. odbor: Veselin Vukotić, Danilo Šuković, Mirjana Rašević, Slobodan Maksimović, Vladimir Goati), Institut društvenih nauka Beograd Beograd, str. 73-88
- Rišar, Žan Fransoa, (2008.) *Tačno u podne*, prevod, Clio, Bepograd
- Samuelson, Nordhaus, (2009) *Ekonomija*, MATE, Zagreb
- Seneka Anej Lucije (2009), *Pisma prijatelju*, Dereta Beograd,
- Smit Adam (1970) *Istraživanje prirode i uzroka bogatstva naroda*, srpski prevod, Kultura, Beograd
- Vukotić Veselin (2014) „Antiliberalizam liberala“, zbornik radova (*Anti*) *liberalizam i ekonomija*, (Red: V. Vukotić, D. Šuković, M. Rašević, S. Maksimović, V. Goati), Institut društvenih nauka Beograd Beograd, str. 9-27
- Wonnacott P. Wonnacott R, (1982) *Economics*, McGraw-Hill, International Book Company

**Dr Milan ŠOJIĆ, mr Branko HINIĆ**

# 130 GODINA NARODNE BANKE SRBIJE 1884-2014.

Narodna banka, koja spada u red najznačajnijih državnih institucija u Srbiji, ove godine slavi veliki jubilej, 130 godina od početka rada. Privilegovana Narodna banka Kraljevine Srbije je zvanično otpočela sa radom 2. jula 1884. godine. Inače, Zakon o Narodnoj banci je, ukazom kralja Milana Obrenovića, donet 6. januara 1883, a obavljen je u „Novinama srpskim“ 19. januara 1883. godine.

U vreme formiranja najznačajnijih nacionalnih institucija u Srbiji, novčani sistem je karakterisalo šarenilo raznih valuta i odsustvo nacionalnog novca. U upotrebi su bile najmanje 43 vrste novca drugih zemalja, od čega 10 vrsta zlatnog novca, 28 srebrnog i pet vrsta bakarnog novca. Prva pisana informacija o potrebi osnivanja Narodne banke je objavljena u „Novinama srpskim“, u članku „Današnja novčana kriza“, koji je objavljen 1854. godine.

Prvi kovani novac u oslobođenoj Srbiji emitovan je 1868. godine, sa likom vladara Mihaila Obrenovića. Novčani sistem je u Srbiji uređen Zakonom o kovanju srebrnog novca, koji je donet 1873. godine. Ovim zakonom je uređeno da dinar bude jedino zakonsko sredstvo plaćanja. Novi srebrni srpski dinar je kovan prema pravilima Latin-

ske novčane unije, finoće srebra 835/1000. Srebrni dinar je kovan u apoenima od 2, 1 i pola dinara, težine 10, 5 i 2,5 grama, a pušten je u opticaj 1875. godine u ukupnom iznosu od šest miliona srebrnih dinara.

Inače, prvi pomen „srpskih dinara“ nalazi se u dokumentima sa kraja 1214. godine, u vreme vladavine Stefana Prvovenceanog (1196-1228), a kralj Radoslav (1228–1234) se smatra prvim srpskim vladarom koji je kovao novac.

Kovanje novca su nastavili skoro svi srpski vladari srpske srednjovekovne države, uključujući kralja i cara Dušana (1331–1355), u kovnicama koje su se nalazile u blizini rudnika srebra: Brskovo, Rudnik, Novo brdo, Srebrenica, Trepča i drugi. Prvi zlatni novac u Srbiji iskovan je 1879. godine u nominalnoj vrednosti od 20 dinara. Povodom proglašenja Kraljevine Srbije 6. marta 1882, kovan je zlatni novac od 10 i 20 dinara. Prva novčanica u Srbiji izdata je povodom početka rada Privilegovane Narodne banke Kraljevine Srbije 2. jula 1884. godine, u apoenu od 100 dinara, plativa u zlatu, izrađene po klišeju od 100 franaka Narodne banke Belgije.

Posebno ističemo da je, prema istraživanjima koja smo obavili, Privile-

govana Narodna banka Srbije bila osnovana kao 16. centralna banka u svetu.

Privilegovana Narodna banka Kraljevine Srbije je organizovana po ugledu na Belgijsku narodnu banku, članicu Pariske monetarne konvencije, koja je u to vreme važila za jednu od najbolje organizovanih i uređenih centralnih banaka u Evropi. Znatnu početnu pomoć u organizaciji Narodne banke je pružila belgijska vlada i centralna banka, upućivanjem Šarla Bošmana u našu novoosnovanu centralnu banku.

Naša Narodna banka je osnovana kao privilegovana privatna akcionarska ustanova, pri čemu se poslovanje banke odvijalo pod kontrolom države.

Na Majskoj konferenciji, povodom osnivanja Narodne banke je u 1883. godini učestvovalo oko 150 najuglednijih preduzetnika i trgovaca. Ta konferencija je dala veoma dobre rezultate i odlučeno je da se Narodna banka osnuje domaćim kapitalom.

Zakonom o Narodnoj banci je bilo predviđeno da osnivački kapital iznosi 20 miliona dinara i to putem 40.000 akcija, pojedinačne vrednosti od 500 dinara, s tim da banka može početi s radom kada bude upisano 20.000 akcija u vrednosti od 10 miliona dinara.

Upis akcija je bio uspešan, a na osnivačkoj skupštini Narodne banke u 1884. godini je učestvovao 1.371 akcionar.

Zakonom je bilo predviđeno da pet akcija daje jedan glas, 15 akcija dva glasa, 35 akcija četiri glasa, 50 akcija pet glasova, 75 akcija šest glasova i 100 akcija sedam glasova, a svakih 20 akcija iznad 100 akcija, još po jedan glas. Predviđeno je da na glavnom zboru akcionara mogu

učestvovati oni akcionari koji imaju najmanje pet akcija i da niko pojedinačno ne može imati više od 30 glasova pri odlučivanju na zboru akcionara.

Upravni odbor banke je mogao da ima šest do najviše 12 članova. Pri izboru guvernera Narodne banke, Upravni odbor je predlagao tri istaknute osobe koji su državljanima Srbije i koji su proveli najmanje sedam godina u Srbiji. Od ta tri kandidata, kralj je vršio konačan izbor i kraljevskim ukazom potvrđivao izbor guvernera. U prvom članu zakona po kome je osnovana, uloga Privilegovane Narodne banke je definisana na sledeći način: „U cilju da se jeftinim kapitalima i dobro uređenim kreditom, trgovina i radinost u Kraljevini Srbiji unapredi, kraljevska se vlada ovlašćuje da na osnovima koji su ovim zakonom propisani, ustanovi Narodnu banku.“

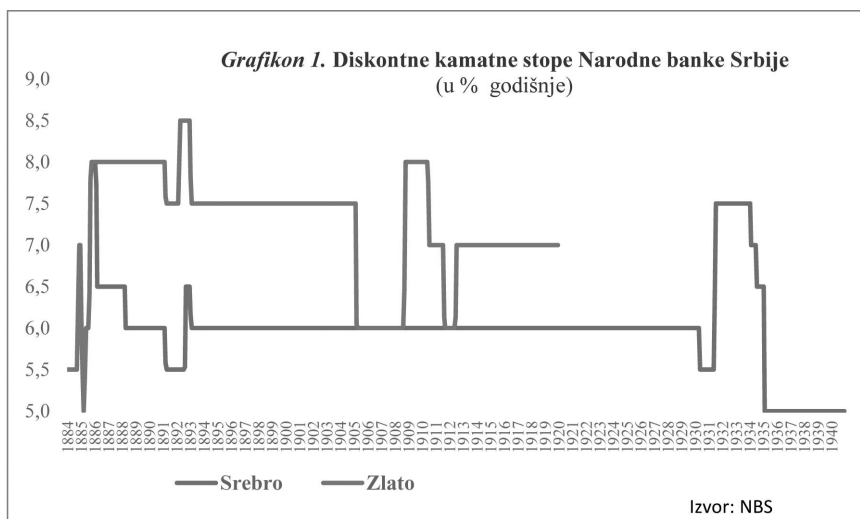
Predviđeno je osam osnovnih funkcija Narodne banke i to: eskontovanje i kupovina menica, kupovina i prodaja zlata i srebra, davanje zajmova za zalogu zlata i državnih obveznica, primanje novca i drugih vrednosti u depozit, posredovanje za ostvarivanje zajmova za potrebe države i preduzeća, isplate i uplate za državne i privatne korisnike, davanje zajmova na bazi poljoprivrednih proizvoda i primanje štednih uloga.

Zakonom je izričito bilo predviđeno visoko pokriće novčane emisije u tzv. „zvečečem novcu“ u visini od najmanje 40% u zlatu, a pri tome, zlato može biti zamenjeno srebrom najviše do jedne četvrtine. U cilju podsticanja privredne aktivnosti, početna kamatna stopa Narodne banke za eskontovanje menica je bila niska i stabilna i iznosila je 5,5%, a

## FINANSIJE

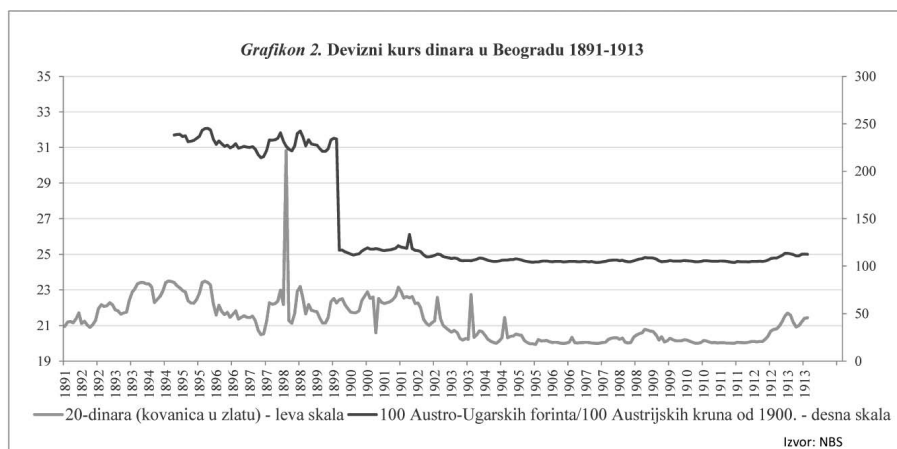
za zajmove na zaloge (lombardna stopa) 6,5% godišnje. Kasnije, sve do početka 1920. godine, te stope su bile relativno stabilne i najčešće su varirale u rasponu 6-8% na godišnjem nivou. Inače, do

Na narednom grafikonu su prikazana kretanja kamatne stope Narodne banke od osnivanja 1884. do Drugog svetskog rata, na osnovu čega se uočava relativna stabilnost kamatnih stopa.

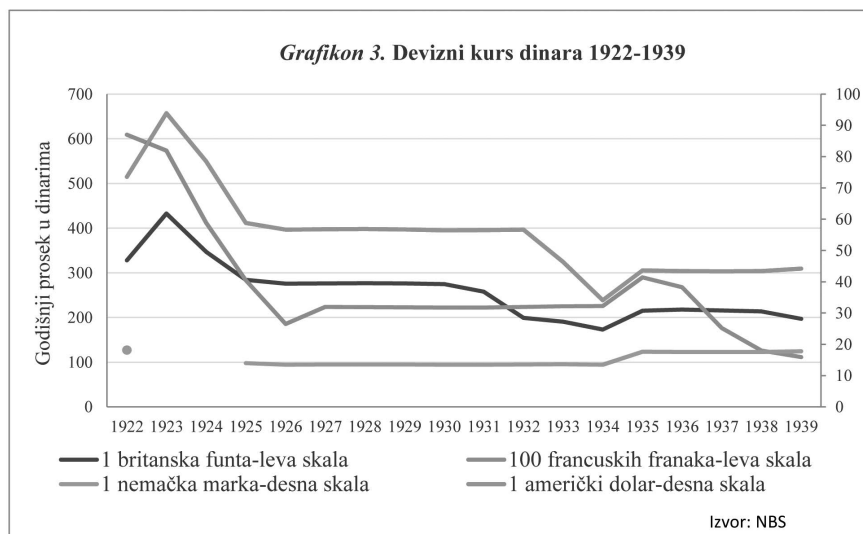


osnivanja i početka rada Narodne banke, kamate su u Srbiji bile visoke i prelazile su nivo od 12% godišnje, a kretale su se i do 50% godišnje.

I devizni kursevi dinara su, i pored povremenih oscilacija, bili relativno stabilni do Prvog svetskog rata, a nešto nestabilniji između dva svetska rata.



## FINANSIJE



Od svog osnivanja, Narodna banka je, s manjim izuzecima, uspešno poslovala. Osnovna dividenda na uložene akcije je, prema zakonu iznosila 6%, a nakon podmirenja svih drugih zakonom predviđenih obaveza, kao što su izdavanja u rezervni fond i sl., mogla se raspodeliti akcionarima i dodatna dividenda.

Projekat zgrade Narodne banke, za osnovni i dograđeni deo, izradio je Konstantin Jovanović, poznati bečki arhitekta srpskog porekla. Za ovo vrlo uspešno arhitektonsko delo, autor projekta, arhitekta Jovanović, je 1890. godine dobio Orden Svetog Save III reda.

Narodnom bankom je, u proteklih 130 godina, rukovodilo 28 guvernera, pri čemu su tri guvernera birana u dva mandata. Prvi guverner Narodne banke bio je Alekse Spasić. U široj javnosti su posebno isticali guverneri iz ranijeg perioda: industrijalac Đorđe Vajfert i Dragoslav Avramović, koji je kao tvorac Programa monetarne rekonstrukcije odigrao vrlo

važnu ulogu u eliminisanju hiperinflacije u nas u januaru 1994. godine.

Danas je Narodna banka Srbije moderno organizovana centralna banka, pod rukovodstvom guvernera dr Jorgovanke Tabaković i ima 27 glavnih organizacionih delova. Njen položaj, organizacija, ovlašćenja i funkcije, kao i odnos prema organima Republike Srbije i međunarodnim organizacijama i institucijama, uređeni su Ustavom Republike Srbije i Zakonom o Narodnoj banci Srbije. Sada su organi Narodne banke Srbije: Izvršni odbor, guverner i Savet guvernera.

Narodna banka Srbije je sada definisana kao samostalna i nezavisna u obavljanju svojih funkcija, a za svoj rad je odgovorna Narodnoj skupštini Republike Srbije. Sada, kao i u drugim evropskim centralnim bankama i Evropskoj centralnoj banci, zakonom definisan osnovni cilj Narodne banke Srbije je postizanje i očuvanje cenovne stabilnosti, a zatim, ne dovodeći u pitanje ostvariva-

nje tog osnovnog cilja, Narodna banka Srbije doprinosi očuvanju i jačanju stabilnosti finansijskog sistema, a zatim i realizovanju ostalih ciljeva makroekonomske politike. U ostvarivanju zakonski definisanih ciljeva, Narodna banka obavlja koordinaciju s Vladom Republike Srbije na fiskalnom planu i drugim područjima makroekonomske politike.

U nas je sada u primeni monetarni režim ciljanja inflacije (inflaciono targetiranje), a devizni kurs dinara je u režimu rukovođenog fluktuiranja. Na osnovu mera koje je preduzela Narodna banka, u saradnju sa vladom, u poslednjem kvartalu 2013. i u proteklom periodu 2014. godine, u nas je postignuta niska inflacija i po tom kriterijumu smo se znatno približili nizu zemalja Evrozone i EU-28.

Narodna banka sada ima 27 glavnih organizacionih delova, među kojima su sektori za: monetarne operacije, za devizne poslove, za finansijsku stabilnost, za kontrolu poslovanja banaka, za nadzor nad obavljanjem delatnosti osiguranja, za poslove sa gotovinom, za međunarodnu saradnju, za platni sistem, za informacione tehnologije, ljudski resursi, Direkcija za zakonodavno-pravne poslove, interna revizija, Zavod za izradu novčanica i kovanog novca, Direktorat za ekonomska istraživanja i statistiku i dr. Narodna banka ima pet filijala i to: u Beogradu, Novom Sadu, Kragujevcu, Nišu i Užicu.

U skladu s promenama naziva države i njenog uređenja, Narodna banka je više puta promenila svoj naziv. U svojoj dugoj istoriji, Narodna banka je poslovala u različitim ekonomskim, društvenim i međunarodnim prilikama, uključujući ratne događaje, trgovinske,

ekonomske i finansijske sankcije, hiperinflaciju (u 1993. do 24. januara 1994. godine) i različite unutrašnje i međunarodne političke prilike.

Privilegovana Narodna banka Srbije je na početku Prvog svetskog rata, 13. juna 1914. godine, evakuisana iz Beograda, preko Soluna u Francusku u Marselj, gde je bila sve do završetka rata, kada je ponovo vraćena u Beograd 16. februara 1919. Pri tome je gotovo u potpunosti očuvana imovina NBS, a posebno zlato i srebro, kao podloga za nacionalnu valutu - dinar.

Nakon Prvog svetskog rata, na osnovu Zakona o Narodnoj banci, 26. januara 1920. godine osnovana je Narodna banka Kraljevine Srba, Hrvata i Slovenaca, koja je predstavljala kontinuitet Privilegovane Narodne banke Kraljevine Srbije.

Jedan od većih problema u novoo osnovanoj Kraljevini SHS je bila zamena austrougarskih kruna za dinare. U prisajedinjenim krajevima novoformirane države, bila je velika količina austrougarskih kruna, koja je procenjena čak na oko 8-10 milijardi kruna, te se država zadužila da bi otkupila deo tih kruna. Obavljenom zamenom austrougarskih kruna, povećana je količina novca u opticaju u Kraljevini SHS, što je dovelo do povećanja inflacije.

Tek je od 1923. godine dinar faktički stabilizovan, a inflacija redukovana. Faktička stabilizacija dinara je trajala sve do 1931, kada je uvedena i zakonska (*de jure*) stabilizacija dinara, donošenjem novog Zakona o Narodnoj banci Kraljevine Jugoslavije i Zakona o novcu. Zakonska stabilizacija dinara je kratko trajala (101 dan), kako bi se

## FINANSIJE

sprečio odliv zlatnih rezervi. Narodna banka je, naročito nakon Prvog svetskog rata, redovno pratila privredne prilike u zemlji i svetu i već tada je raspolagala s brojnim najznačajnijim podacima o privredi Kraljevine SHS, kasnije Kraljevine Jugoslavije, kao i kretanjima na međunarodnim berzama i u privredama najznačajnijih zemalja Evrope, Amerike i drugih zemalja, pogotovo u vreme Velike ekonomske depresije 1929-1934. godine i nakon toga.

Do 1931. godine, Narodna banka je bila prevashodno kreditna ustanova, a od tada je njena prvenstvena uloga bila monetarna politika, a zatim i kreditna politika.

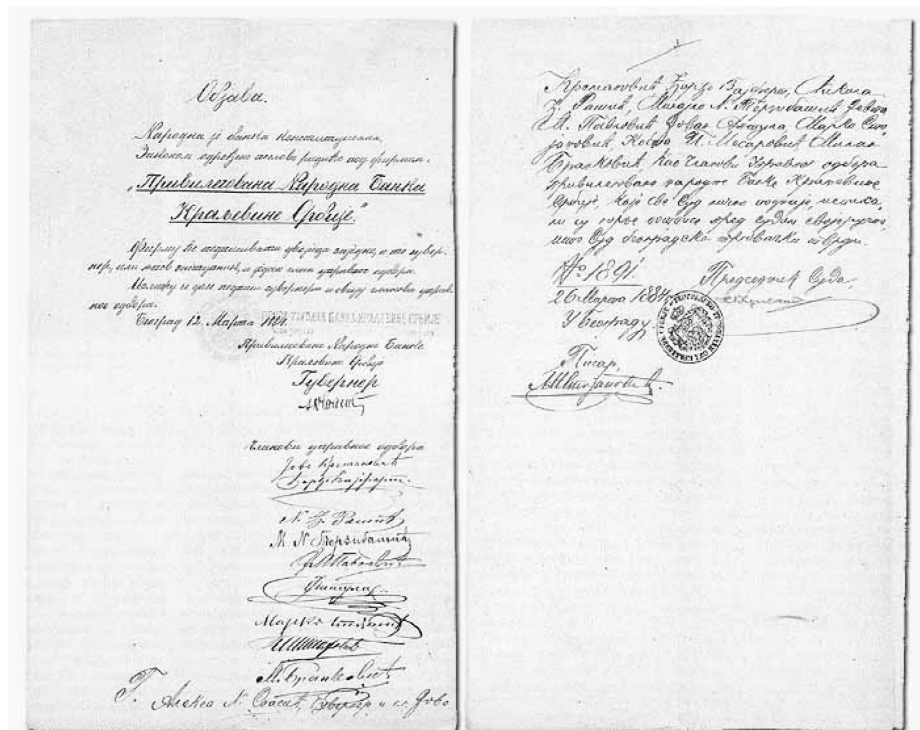
Za vreme Drugog svetskog rata (od aprila 1941. do oktobra 1944), Narodna banka obavljala je poslove iz svog predstavnništva u Londonu.

Posle Drugog svetskog rata, Narodna banka je nacionalizovana. Počev od 15. januara 1946. godine, izmenjen je naziv naše centralne banke u Narodnu banku Federativne Narodne Republike Jugoslavije, a zatim 1963. u Narodnu banku Jugoslavije.

Zakonom, koji je stupio na snagu 19. jula 2003. godine, naša centralna banka funkcioniše pod nazivom Narodna banka Srbije.

Prilog:

Objava o osnivanju Privilegovane Narodne banke Kraljevine Srbije





Dr Ratko RADOSAVLJEVIĆ, dr Branko VASILJEVIĆ

## „FINANSIJSKA INTEGRACIJA EVROPSKE UNIJE I FINANSIJSKO TRŽIŠTE SRBIJE“

Beograd, Zavet, 2014.

U jeku rasprava o krizi evra i njenim posledicama po proces ekonomskih integracija i divergenciju ekonomija država Evrozone ali i održivosti Evropske unije, na našem tržištu se pojavljuje knjiga „Finansijska integracija Evropske unije i finansijsko tržište Srbije“. Globalizacija kretanja kapitala, praćena rastućom integracijom finansijskih tržišta u regionalnim okvirima ali i na globalnom nivou daju izuzetno aktuelan kontekst za predmet istraživanja ove studije. U pet glava, sa ukupno 29 odeljaka, autori dr Ratko Radosavljević i prof. dr Branko Vasiljević nastoje da prikažu osnovne teorijske postavke finansijskih tržišta i finansijske integracije, sadašnje stanje finansijske integracije Evropske unije i njen uticaj na finansijsko tržište Srbije kroz istraživanje tendencija razvoja ove regionalne finansijske integracije i njenog ekonomskog i političkog potencijala da privuče u svoju orbitu finansijski nedovoljno razvijene periferne zemlje. Knjiga obuhvata analizu teorija integracije, mehanizama integracije u Ekonomskoj i monetarnoj uniji ali i istraživanje kanala uticaja integrisanog tržišta na razvoj finansijskog tržišta Srbije.

Upotrebljeni teorijski okvir pokazuje koji faktori utiču na odluke dve ili više zemalja da integrišu svoja finansijska tržišta, koliko finansijska integracija zavisi od raspoloživosti i složenosti faktorskih tržišta ali i u kojoj meri je finansijsko tržište samostalan tržišni segment koji deluje na integracione procese. Teorijskom analizom autori utvrđuju da su periferna finansijska tržišta objektivno upućena na proces saradnje sa integrisanim tržištem, usled delovanja geografskih i ekonomskih faktora i kao izraz razvojnih potreba perifernih finansijskih tržišta.

U prvoj glavi knjige, pod naslovom *Finansijsko tržište i finansijska integracija* autori iznose teorijska razmatranja o značaju i funkciji finansijskog tržišta u ekonomskom sistemu i obrazlažu model finansijske integracije, odnosno integracije nacionalnih finansijskih tržišta više zemalja.

Na početku ove glave daju se osnovne definicije finansijske integracije i razmatra njen pojam. Tržišni faktori stimulišu otvaranje nacionalnih finansijskih tržišta i njihovu integraciju u regionalnim okvirima, posebno ako su i na-

cionalne privrede povezane kroz ekonomsku integraciju. Ipak, ne može se govoriti o svetskom finansijskom tržištu kao integrisanom, s obzirom da različiti nacionalni faktori sprečavaju slobodno kretanje kapitala u svetskim okvirima. Integracioni procesi finansijskih tržišta na regionalnom nivou, po autorima, zavisiće od otvorenosti u spoljnoj trgovini, obima bruto društvenog proizvoda po glavi stanovnika i tržišne kapitalizacije finansijske aktive.

S obzirom na mesto finansijskog tržišta u kontekstu faktorskih tržišta, u nastavku se analizira interakcija realne ekonomije i finansijskog tržišta. Kretanja na finansijskom tržištu zavise od kretanja realnog sektora privrede, s obzirom na to da su finansijski instrumenti pravo na budući prinos realnog sektora.

U knjizi su predstavljene tri osnovne teorije finansijske integracije: gravitaciona, funkcionalna i institucionalna teorija, koje različito pristupe objašnjenju ovog fenomena. Naglasak gravitacione teorije je na rešavanju asimetrije informacija na finansijskom tržištu, koja se neutrališe geografskom, ekonomskom i pravnom bliskošću integrisanih tržišta. Integracijom se tzv. domaća sklonost investiranja prenosi na regionalni nivo i podiže efikasnost portfolio diverzifikacije. Kod funkcionalne teorije težište argumentacije je na postepenoj integraciji tržišnih segmenata koja dovodi do potrebe dalje integracije, kako bi integraciona celina efikasnije funkcionisala. Ovaj proces označava se kao funkcionalno prelivanje integracije. Institucionalna teorija ispituje interakciju insti-

tucija i integracije. Institucije su važan akter integracije, kako formalne, u obliku državnih organa, tako i neformalne, koje se ispoljavaju kao običaji, kultura, jezik. Poseban značaj za ekonomsko i finansijsko povezivanje država ima sličnost pravne tradicije i instituta, kao i stepen poverenja ekonomskih subjekata iz različitih država.

Drugi deo prve glave je posvećen konstituisanju modela finansijske integracije, uz analizu njenih koristi i troškova. Kao modelske varijable ispituju se faktori, koristi i troškovi finansijske integracije. Činioci integracije proističu iz povezivanja realnih sektora privrede, delovanja konkurencije, ekonomije obima, tehnoloških inovacija i svetskog tržišta sa regulatornom intervencijom države na otklanjanju eksternih efekata tržišta. Finansijska integracija se, po autorima, u odnosu na ekonomsku integraciju pokazuje i kao endogeni i egzogeni faktor. Konkurencija različitih struktura finansijskog tržišta (tržišna ili dominantno bankarska) ima uticaja na efikasnost alokacije kapitala i ekonomski rast. Na mikroekonomskom nivou, konkurencija se ogleda kroz podsticaje stvaranja ekonomije obima i raznovrsnosti pružanja finansijskih usluga, sa osnovnim motivom ostvarivanja većeg prinosa. Razvoj tehnologije i komunikacija stimulišu inovacije, kao način da se ostvari dodatni prinos na finansijskom tržištu. Inovacije se ogledaju u stvaranju skupova novih finansijskih „proizvoda“, procesa i institucija, kao i kompleksnih finansijskih „proizvoda“.

Svesna regulatorna akcija institucija odnosi se na otklanjanje nesavršenosti i

nedostatka tržišta, sa stanovišta efekta „prelivanja“ (Spillover), koji karakteriše međusobni uticaj finansijskih tržišta u procesu integracije. Posebno se naglašava liberalizacija kretanja kapitala, otklanjanje informacionih asimetrija i eksternih efekata, kao i krizna regulativa. Uticaj svetskog tržišta odnosi se na podsticanje strukturnih promena na finansijskom tržištu i podsticanje konkurentnosti finansijskih institucija. Na mikroekonomskom nivou, ovaj uticaj ogleda se u smanjivanju troškova finansijskog posredovanja, poboljšanje kvaliteta usluga i smanjivanje mogućnosti „traženja rente“ uzrokovane zaštitom nacionalnih finansijskih tržišta.

Makroekonomske koristi finansijske integracije izražavaju se kroz ekonomski rast i ublažavanje eksternih šokova preko podele rizika na različite investicione mogućnosti (portfolio diverzifikacija). Uticaj finansijske integracije na ekonomski rast je posredan: on se realizuje preko uticaja integracije na razvijenost finansijskih institucija. Konkretni proračun uticaja finansijske integracije Evropske unije na ekonomski rast integracionih država pokazao da je takav uticaj pozitivan. Ublažavanje eksternih šokova ostvaruje se ulaganjem u finansijske instrumente različitih nacionalnih emitenata, čime se postiže stabilniji prinos i smanjuje rizik ulaganja. Od sredine 90-ih godina prošlog veka, zapaža se značajnije dejstvo ovog činioca na finansijskom tržištu Evropske unije.

Troškovi finansijske integracije su, po autorima, najmanje dvostruki. Prvo, integracija pruža osnovu za pojavu sistemskog rizika, odnosno rizika da

teškoće na jednom segmentu tržišta budu generator nestabilnosti celog tržišta. Finansijsko tržište je zasnovano na poverenju učesnika i svaka manifestacija sistemskog rizika negativno utiče na cene finansijskih instrumenata i sklonost ka ulaganju, a može izazvati i „zarazu“ (Contagion), odnosno brzo prenošenje krize na zdrave finansijske institucije i dovesti do opšteg pada cena i sloma tržišta. Drugi osnovni trošak finansijske integracije jeste okolnost da ona dovodi do ograničavanja samostalnosti nacionalnih ekonomskih politika, jer se centar regulative pomera na integracioni nivo.

U *drugoj glavi* knjige, pod naslovom *Finansijska integracija Evropske unije* dat je kratak pregled razvoja ekonomske integracije u Evropskoj uniji, analizirani su bazični faktori i kvalitativni i kvantitativni indikatori finansijske integracije.

Prvi odeljak posvećen je osnovnim faktorima za koje autori smatraju da stoje u osnovi finansijske integracije: jedinstvenom tržištu i svesnom regulisanju procesa integracije, kao i ograničenjima koja finansijska integracija treba da prevaziđe: informacionim asimetrijama i nacionalnim razlikama. Razvoj jedinstvenog tržišta, na kome je obezbeđena sloboda kretanja roba, usluga, ljudi i kapitala integriše nacionalna tržišta i pruža osnovu za delovanje ekonomskih zakonitosti, koje obezbeđuju dalji razvoj integracije kao tržišnog procesa.

Regulatorni okviri, koji su postavljeni u procesu integracije, zavisili su od nivoa razvijenosti tržišta. Osnove jedinstvenog finansijskog tržišta posta-

vljene su Akcionim planom za finansijske usluge, čija realizacija je otpočela 1999. godine i koji je oblikovao razvoj tržišta sve do finansijske krize. Kao posledica krize, u Evropskoj uniji formiran je novi „evropski“ sistem supervizija i upravljanja krizama.

Prepreku formiranju i delovanju jedinstvenog finansijskog tržišta Evropske unije čine informacione asimetrije, koje proističu iz nacionalnih razlika država članica. Otuda su i regulatorne reforme u Uniji imale kao stalan cilj harmonizaciju regulatornih normi i prakse, odnosno preuzimanje određenih nadležnosti na nivou Unije, kako bi se obezbedilo povećanje efikasnosti regulative i smanjila fragmentacija tržišta.

Drugi odeljak ove glave posvećen je analizi korišćenja i izboru indikatora za merenje stepena finansijske integracije. Analizirani su kvalitativni indikatori, vezani za cene finansijskih instrumenata, prinos i specifične rizike. Ako je tržište integrisanije, na njemu bi trebalo da se realizuje zakon jedne cene finansijskih instrumenata. Kvantitativni indikatori integracije su izraženi u podacima vezanim za celinu tržišta (na primer, obim kapitalizacije), ali i za pojedinačne segmente kao što su obim prekograničnih plasmana, struktura finansijskih institucija i sl. Specifičnosti svakog od ovih segmenata utiču na mogućnosti korišćenja kvalitativnih, odnosno kvantitativnih indikatora. Autori daju pregled specifičnih indikatora i ukazuju na njihovu analitičku vrednost i mogućnosti korišćenja.

Treća glava knjige, *Jedinstveno finansijsko tržište*, daje analizu stepena

integracije u segmentima jedinstvenog finansijskog tržišta. Kratkoročno tržište predstavljeno je segmentom tržišta novca, kratkoročnim državnim obveznicama i komercijalnim papirima sa odgovarajućom strukturom. Dugoročno tržište, odnosno tržište kapitala, posmatrano je kroz tržište akcija i dugoročnih obveznica. U okviru podele bankarskog sektora „na veliko“ i „na malo“ posmatra se obim prekograničnih kredita, kao i prekogranično osnivanje organizacionih delova banaka i prekogranična spajanja banaka (M&A). Oblast osiguranja i penzionih fondova posmatrane su sa stanovišta portfolio distribucije. S obzirom na važnost infrastrukture tržišta (berze, kliring institucije, registri hartija od vrednosti, rejting agencije), predstavljani su osnovni rezultati integracije i ovog segmenta tržišta.

Analiza tržišnih procesa i regulatornih aktivnosti u segmentima tržišta pokazuje da je kreirano jedinstveno finansijsko tržište Evropske unije, ali da su procesi integracije neravnomerni u pojedinim njegovim segmentima. Tržište novca je potpuno integrisano i deluje zakon jedne cene, kao vrednosni kriterijum integracije. Tržište kratkoročnih hartija od vrednosti nije integrisano, posebno u oblasti komercijalnih papira, s obzirom na veliku heterogenost i različiti rejting emitenata. Bankarsko tržište je integrisano u segmentu međubankarskog kreditiranja (bankarstvo „na veliko“), koje je pod dominantnim uticajem tržišnih sila, što omogućava formiranje jedinstvenih vrednosnih parametara. Finansijska integracija je najmanje realizovana u segmentu

bankarskih usluga stanovništvu (bankarstvo „na malo“). Reč je o delovanju kako tzv. prirodnih faktora, odnosno blizine pružalaca i korisnika usluga, razlika u sklonostima korisnika, finansijskoj kulturi, jeziku ali i o uticaju poreskih sistema, sistema zaštite potrošača i kontrole poslovanja finansijskih institucija.

Na tržištu osiguranja, osiguranje života je manje integrisano od osiguranja imovine, s obzirom na delovanje nacionalnih regulativa, kao i razlike u preferencama stanovništva.

Analiza procesa na tržištu kapitala pokazala je da je najviše integrisan segment suverenog duga. Prinosi na dugoročne državne hartije od vrednosti zabeležili su tendenciju ujednačavanja, što je indikator delovanja zakona jedne cene, posebno posle uvođenja evra kao jedinstvene valute.

Integracija tržišta akcija je pod uticajem heterogenosti kreditnog kvaliteta emitenata, ali analiza kretanja berzanskih indeksa, koje odražava tendencije razvoja evropskog tržišta akcija, pokazuje njihovu konvergenciju, koja je indikator rastuće integracije tržišta.

Struktura portfolija investicionih i penzijskih fondova koji imaju evropsku investicionu strategiju, kao i struktura portfolija osiguravajućih kompanija, pokazuje transformaciju „domaće sklonosti“ kao obrasca investiranja u pravcu „regionalne sklonosti“, odnosno da se u ponašanju investitora uzima u obzir investicioni horizont jedinstvenog finansijskog tržišta Unije.

Opšti zaključak analize autora jeste da se finansijska integracija nastavlja i

pored povremenih perioda nazadovanja i da tržišni procesi, koji vode integraciji, prevazilaze regulatorna ograničenja i izazivaju njihovo prilagođavanje. Ovakva regulatorna praksa omogućava održavanje stabilnosti sistema, odnosno sprečava formiranje sistemskog rizika. Sistemski rizik, međutim, može da nastane ukoliko regulatorna praksa nije adekvatna. Upravo se to dogodilo sa integrisanim finansijskim tržištem u krizi koja je prenetna sa finansijskog tržišta SAD, 2007. godine. U poslednjem delu druge glave ove knjige razmotreni su oblici i posledice krize, kao i odgovor na krizu kroz jačanje regulative sistemskog rizika.

*Četvrta glava knjige, Evro i finansijska integracija*, odnosi se na produbljeni segment evropske ekonomske integracije, odnosno formiranje Ekonomske i monetarne unije, uvođenje jedinstvene valute i posledice koje ona ima na finansijsku integraciju.

U uvodnom delu prikazan je istorijat nastanka evra i njegovo prihvatanje kao jedinstvene valute. Uvođenje evra aktuelizovalo je teoriju optimalne valutne oblasti, odnosno razmatranje mogućnosti da integraciona celina ima jedinstven novac. Ova teorija je istakla i teorijske argumente koji su relevantni za finansijsku integraciju, a to je pitanje endogenosti novca u razvoju finansijskog tržišta.

Autori istražuju posledice uvođenja evra po finansijsku integraciju, koje se pre svega odnose na ukidanje rizika deviznog kursa, odnosno veće mogućnosti formiranja jedinstvene cene, viši prinos i sigurnost ulaganja, kao i povećanu

transparentnost tržišta, odnosno ukidanje asimetričnih informacija.

Usvajanje jedinstvene monetarne politike i formiranje Evropske centralne banke omogućilo je dalji razvoj procesa finansijske integracije. Banka obezbeđuje likvidnost mehanizmom otvorenih operacija, što direktno utiče na obim transakcija na finansijskom tržištu. Regulatorna kamatna stopa ove banke predstavlja nerizičnu kamatnu stopu i stoga ima značaj za održavanje hijerarhije kamatnih stopa i prinosa na finansijskom tržištu. Evropska centralna banka organizuje i sistem plaćanja, koji ima posebnu važnost za saldiranje transakcija na finansijskom tržištu.

Posebno su analizirane operacije Evropske centralne banke na finansijskom tržištu u periodu finansijske krize i krize javnog duga Evrozone. Evropska centralna banka je iz finansijske krize i krize suverenog duga izašla kao najvažnija institucija integracije, koja svojom aktivnošću odlučujuće utiče na obrasce kretanja finansijskog tržišta i tempo integracije. Ona je, pored već utvrđene uloge u sprovođenju jedinstvene monetarne politike, dobila i nadležnost kontrole bankarskog sistema Unije (tzv. bankarska unija), čime je pojačala svoj nadnacionalni, odnosno federalni karakter.

Zaključni deo ove glave čini razmatranje krize finansijskog tržišta koju je prouzrokovala kriza javnog duga nekih zemalja evrozone. Pokazuje se zašto je rešavanje finansijske krize iz 2007 – 2010. godine dovelo do krize javnog duga i ukazuje se na ulogu finansijskog tržišta u otkrivanju i usmeravanju krize.

Na studiji slučaja javnog duga Grčke kratko su razmotrene posledice krize na finansijsko tržište i način rešavanja. Na kraju, ukazuje se na reformu fiskalne regulative, koja je izvršena da bi se sanirala kriza i da bi sprečilo njeno ponavljanje.

U poslednjoj, *petoj glavi* knjige, pod naslovom *Finansijsko tržište Srbije i evropske integracije*, analizira se interakcija finansijskog tržišta Evropske unije i finansijskog tržišta Srbije. S obzirom na proces zakasnele tranzicije u Srbiji, koja je praćena aktiviranjem potencijala finansijskog tržišta tek početkom 21. veka, razumljivo je da su na procese tranzicije i razvoja finansijskog tržišta odlučujuće uticala kretanja na jedinstvenom finansijskom tržištu Unije.

U prvom delu ove glave posmatra se konstituisanje finansijskog tržišta Srbije u otvaranju zemlje prema inostranstvu i osnovna regulativa koja je pratila početni razvitak tržišta. U drugom delu, razmotreni su mehanizmi transmisije uticaja jedinstvenog finansijskog tržišta Evropske unije na tržište Srbije: kretanje kapitala i finansijskih usluga, recepcija regulatorne prakse i komunikaciona i infrastrukturna povezanost. Uticaj kapitala sa jedinstvenog finansijskog tržišta Unije analizira se preko razvitka segmenata domaćeg finansijskog tržišta.

U bankarskom sektoru dominiraju banke iz Evropske unije, pri čemu ulazak inostranih banaka na domaće tržište donosi prednosti povećane konkurencije i uticaj na profitabilnost banaka, priliv svežeg kapitala, organizacione i tehnološke promene, podizanje produktiv-

nosti, raznovrsnost bankarskih usluga i dr. Međutim, visok stepen učešća stranih banaka u bankarskom sektoru Srbije je otvorio mogućnost formiranja sistemskog rizika koga domaća regulatorna institucija, Narodna banka Srbije, ne može kontrolisati. U prilog tome, navedeni su podaci o kriznim manifestacijama u domaćem bankarskom sektoru, kakvi su bili povlačenje depozita, obustavljanje kredita iz inostranstva, opšti pad poverenja u domaći bankarski sistem, ali i teškoće u realizaciji osnovne funkcije banaka – kreditiranja privrede. Visok stepen aktive banaka denominirane u evru utiče na ukupnu evroizaciju finansijskog sistema Srbije: preko 70% domaće finansijske aktive izraženo je u evru, tako da dinar ima marginalnu ulogu u domaćim finansijama.

Sektor osiguranja je relativno najmanje razvijen sektor finansijskog posredovanja u odnosu na ekonomske potencijale Srbije. Posle otvaranja prema evropskom tržištu, i ovaj segment se razvija pod uticajem ulaganja iz Evropske unije, tako da je više od polovine aktive sektora u vlasništvu ulagača iz Evropske unije.

Tržište novca u Srbiji beleži značajan rast, kako zbog aktivnosti države kroz emisije trezorskih obveznica, tako i kroz trgovinu viškovima likvidnosti. I u jednom i drugom segmentu, inostrani kapital beleži značajno učešće, čemu pogoduju razlike u kamatnim stopama u odnosu na tržište Evropske unije. Kad je reč o tržištu kapitala, ono se razvija pod pretežnim učešćem inostranog kapitala. To je vidljivije na sekundarnom tržištu, s obzirom na neznatan obim

otvaranja akcionarskih društava usled nedovoljno stimulativnih zakonskih rešenja koje se odnose na primarno (emisiono) tržište kapitala. Kad je reč o trgovini akcijama, kako na berzi, tako i van berze, ona beleži neravnomerno kretanje, koje ukazuje na činjenicu da je tržište „plitko“ i da je podložno oscilacijama uzrokovanim naglim prilivima i odlivima pre svega stranog kapitala. Uticaj stranog kapitala je osnovni stimulan razvoja tržišta, ali i osnovni uzrok njegove krize. Ova veza je korelativna i može se ilustrovati upoređivanjem kretanja berzanskih indeksa na domaćem i jedinstvenom evropskom tržištu.

Kriza bankarskog sektora manifestovala se kao kriza poverenja, čiji su indikatori bili veliki odliv kapitala i obustavljanje priliva po osnovu kredita iz inostranstva. Kriza poverenja aktivirala je rizik likvidnosti. Posledica je bila ugrožavanje kreditiranja realnog sektora, a rezultat paralisanje privredne aktivnosti i porast nenaplativih kredita privrede.

Da bi se sprečilo širenje krize i ponovo uspostavila osnovna funkcija banaka - kreditiranje realnog sektora i stanovništva, uz pomoć Međunarodnog monetarnog fonda i Evropske banke za obnovu i razvoj, primenjene su mere za očuvanje stabilnosti bankarskog sektora i povratak poverenja na kreditnom tržištu. Mere Narodne banke bile su usmerene na saniranje pojava sistemskog rizika na domaćem finansijskom tržištu. Državno preuzimanje obaveze sanacije bankarskog sistema donelo je novi pritisak na budžet Srbije, koji je

već opterećen rashodima za ublažavanje posledica krize, što je dovelo do rasta deficita budžeta do granica njegove održivosti.

Pod uticajem krize, došlo je do sloma domaćeg tržišta kapitala. Autori navode da je pad vrednosti prometa akcija u 2008. godini, u odnosu na prethodnu godinu iznosio 55,2%, a broj transakcija je smanjen za 61%. Cene akcija dramatično su pale, što se odrazilo na sunovrat vrednosti indeksa Beogradske berze, koji je od početka do kraja 2008. godine opao za 77%. Osnovni razlog pada cena bio je pad poverenja domaćih i stranih investitora u funkcionisanje finansijskog tržišta.

Sintezom analitičkih rezultata u ovoj glavi, autori daju odgovor na pitanje o karakteru odnosa finansijskog tržišta Srbije i integrisanog finansijskog tržišta Unije. Iako podaci govore o dominantnom uticaju jedinstvenog finansijskog tržišta Evropske unije na finansijsko tržište Srbije, i to u pogledu kako kvantitativnih, tako i kvalitativnih pokazatelja, oni ne pružaju dovoljno elemenata da se finansijsko tržište Srbije smatra delom jedinstvenog tržišta Evropske unije. Pretpostavke dalje integracije su: liberalizacija kretanja kapitala, podizanje kvaliteta i održivosti javnih finansija i odgovorna fiskalna politika, stabilnost finansijskog tržišta, stabilnost sistema cena kao osnova racionalnog donošenja investicionih odluka i odgovorna monetarna politika i režim deviznog kursa. Visoka evroizacija domaćeg finansijskog sistema, međutim, postavlja granice u kojima se kreće ispunjavanje ovih pretpostavki, posebno funkcionisanje

režima fleksibilnog deviznog kursa, koji je u tim uslovima kanal prenošenja negativnih uticaja sa stranih na domaće finansijsko tržište.

Ne sme se zanemariti ni politički rizik kao faktor koji otežava ili sprečava strane investicije i ograničava aktivnost finansijskog tržišta Srbije, pri čemu su autori stava da će on se snižavati u mери u kojoj se ostvaruje dalja politička integracija u Evropsku uniju.

Knjiga *Finansijska integracija Evropske unije i finansijsko tržište Srbije* jeste originalno i celovito delo koje poseduje nesumnjiv naučni ali i društveni doprinos. Autori, dr Ratko Radosavljević i dr Branko Vasiljević su izuzetnom analizom teorija finansijske integracije, evolucije finansijske integracije Evropske unije, mehanizama delovanja Jedinstvenog finansijskog tržišta ali i finansijskog tržišta Srbije, ovu knjigu učinili nezaobilaznom tačkom u ozbiljnom izučavanju funkcionisanja Ekonomske i monetarne unije. Iako se čini da je u Evropskoj uniji trenutno „na dnevnom redu“ fragmentacija, a ne integracija, temeljnost pristupa, metodološka preciznost i izrazita sistematičnost u izlaganju preporučuju ovu studiju stručnoj javnosti ali i široj publici, zainteresovanoj za duboko razumevanje složene i vrlo aktuelne teme.

**Aleksandar MILOŠEVIĆ**



**Dr Radovan KOVAČEVIĆ****„MEĐUNARODNE FINANSIJE“****Beograd, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta, 2014**

Više nikoga ne zapanjuje činjenica da se međunarodne finansije sve brže preobražavaju. Svakodnevno se pojavljuju novi faktori koji utiču na fluktaciju unutrašnjih i međunarodnih odnosa, a stari dobijaju nove uloge. Uparimo li ovo sa specifičnošću trenutka u kome živimo – ponovnim formiranjem multipolarnog sveta i postepenim napuštanjem starog unipolarnog poretka, kao i svetske ekonomske krize koja je uzdrimala same temelje svetskog ekonomskog sistema, shvatamo koliko je dragocena stručna posvećenost profesora dr Radovana Kovačevića istraživanjima međunarodnih finansija – najtežoj i najviše popularnoj oblasti sa najdinamičijim razvojem. Njegova knjiga *Međunarodne finansije*, stoga, jeste svojevrsni odmereni osvrt na tradicionalne međunarodne finansijske odnose, ali i obavešteni ulazak u prostore modernih istraživanja međunarodnih finansija i međunarodnih finansijskih organizacija.

Pred čitaocima je treće izdanje studije *Međunarodne finansije*, što je, između ostalog, najbolja tržišna potvrda činjenice da se ovde radi o izuzetnom štivu po kojem se uči i istražuje. Ovo instruktivno i pregledno delo povezuje poslednja do-

stignuća teorije sa najnovijim međunarodnim istraživanjima i obiljem primera i nudi potpuno nov vid posmatranja uzroka mnogih slabosti u međunarodnim finansijama. Prilikom izrade svakog izdanja, autor je konsultovao brojne publikacije, te poznavaoce ove problematike – nobelovce, čuvene profesore, direktore najvažnijih svetskih agencija i međunarodnih organizacija – i jasno, pregledno i verodostojno tumačio njihov rad. Pri tom je primenjivao izuzetnu kreativnost koju poseduje kako bi sabrao razmišljanja mnogih svojih kolega čije su sfere interesovanja u oblasti međunarodnih finansija raznovrsne, a razmatrane koncepte i teorije učinio pristupačnijim i prikladnijim za čitanje i razumevanje, što ovom udžbeniku daje nemerljivu akademsku relevantnost. U ovom, trećem izdanju zadržane su sve one njegove ključne osobine iz prethodnih izdanja koje su doprinele da ovaj udžbenik postane vodeći u analizi aktuelnih finansijskih problema sa kojima se suočava svetska privreda, i turbulencija na području međunarodnih finansija. Međutim, njegov sadržaj je temeljno osvežen i proširen, tako da sada uključuje mnoge nove značajne teme i važne svetske tendencije, te značajna poboljšanja u per-

spektivi posmatranja, organizaciji i stilu. U knjizi je prikazan vrlo informativan, živ rezime naučnih dokaza koji ukazuju na mnoge fascinantne aspekte međunarodnih finansija. Delo je neobično aktuelno, jer je prvorazredno svedočanstvo o izazovima sa kojima se suočava finansijska globalizacija i o načinima njihovog prevazilaženja, te stvaranja prihvatljivog i uređenog društva.

Knjiga profesora Kovačevića, misaonog i darovitog analitičara i istraživača, nije prvenac u problematici međunarodnih finansija, ali je svakako retkost među onima koje su pokušale da na bazi iskustva razvijenih država sveta, kao i onih koje su već prošle put tranzicije – naučnom analizom, izuzetno originalnim pristupom i komparativnom metodom, stvore autentično delo visokog stepena upotrebne vrednosti za najširi krug čitalaca – studenata, službenika u državnim institucijama, političara. U procesu reformi našeg društva i njegovom nastojanju da se približi demokratskom modelu razvijenih, prosperitetnih zemalja i integriše u svetske bankarske i finansijske tokove jačanje društvene svesti o tome da je važno upoznati se s najnovijim trendovima u međunarodnim finansijama, među prvim je preduslovima ukupnih promena.

U ovoj temeljnoj sistematizaciji pitanja iz obrađene oblasti držalo se okvira koje postavlja teorija, ali je primenjen i praktičan pristup kad god on doprinosi utemeljenju i razrešenju značajnih pojmova, uočavanju važnih problema ili dubljem posmatranju tema.

Glavni cilj knjige je da pruži ažuran i jasan prikaz teorije i principa međuna-

rodnih finansija koji su esencijalni za razumevanje, davanje ocene i predlaganje rešenja za važne probleme u ovoj oblasti sa kojima se evropske zemlje i SAD suočavaju danas i sa kojima će ove zemlje i ceo svet verovatno morati da se suoče u godinama koje dolaze.

Delo, pre svega, teži predstavljanju materije – sveobuhvatnom teorijskom, kritičkom i istorijskom uvidu u generičke koncepcije međunarodnih finansija, i prikazu metodologija i modela praktičnog i teorijskog prilaza ovom fenomenu. Ovaj zadatak utoliko više obavezuje kada se imaju u vidu visoki uzori koji su, kada je o tematici međunarodnih finansija reč, postavljeni u savremenoj ekonomskoj nauci.

Glavna ideja studije je da pruži priliku za uspostavljanje novih vrednosnih koncepata i, posebno, za njihovo postavljanje u međudnos. Uz to, delo teži i podsticanju unapređenja finansijske politike naše zemlje.

Ipak, osnovno shvatanje međunarodnih finansija i poruka upućena čitaocima – da ovom fenomenu zbog njegove složenosti treba posvetiti veliku pažnju jer je način njegovog regulisanja uslov za očuvanje stabilnosti društvene zajednice – ostali su i u ovom izdanju nepromenjeni.

Predmet ove studije jeste iscrpan pregled glavnih karakteristika međunarodnih finansija u današnjoj globalizovanoj svetskoj privredi.

U jedinstvenom i širokom obuhvatu tema na koje se ova knjiga fokusira, izdvaja se nekoliko ključnih koje obuhvataju: teoriju i politiku bilansa plaćanja, sistem i politiku deviznih kurseva, fi-

nansijska i devizna tržišta i međunarodna kretanja kapitala. Posebna pažnja posvećena je i novijim pojavama u međunarodnim finansijama: neravnomernom rastu (gde razvijene ekonomije imaju suviše spor ekonomski rast, dok se ekonomije u ekspanziji razvijaju prebrzo), glavnim izazovima kod tržišnih ekonomija u ekspanziji – riziku od „pregrevanja privrede“, globalnom ekonomskom oporavku, te poboljšanju finansijskih uslova širom sveta. Posebnost ove knjige čini prikaz raznih finansijskih instrumenata – hartije od vrednosti, depoziti, potraživanja, finansijska prava, žiralni novac, devize i devizni kursevi – kao važne teme u finansijama, čija je brojnost i raznolikost najočigledniji pokazatelj dostignutog stepena razvoja finansijskog tržišta. Pored analize ključnih tema čitalac se suočava i sa briljantnim analizama specifičnih pitanja za koja i ne sluti da se nalaze u opsegu ove globalne analize.

Naučni značaj studije proističe iz naučne aktuelnosti problema kojim se bavi, ali i iz potrebe da se u ekonomskoj nauci unapredi teorijsko-analički pristup razumevanju finansija kao najstarije discipline ekonomske nauke. Osim značajnog pomaka u pogledu razvoja discipline, delo doprinosi i njenoj popularizaciji.

Društveni značaj studije, između ostalog, proističe i iz činjenice da finansije u savremenom društvu, u procesu globalizacije, nailaze na mnogobrojne izazove.

Bitan doprinos koji, između ostalog, Kovačevićeva knjiga daje oblasti međunarodnih finansija jeste i – osve-

tljavanje dinamičnosti pojma finansijskih institucija, neophodnih za održavanje finansijskih aktivnosti uopšte.

Osnovno polazište studije je da savremeni globalni procesi i finansijske dileme pred kojima se nalaze skoro sve države u svetu moraju biti predmet proučavanja i srpskih finansija. Naše društvo samo tako može osposobiti sopstvene institucije da budu spremne za izazove koji se postavljaju pred nas. A knjiga ovog renomiranog stručnjaka je bitan stepenik u tom smeru.

Kovačevićeva studija je poučna i opsežna (skoro sedam stotina stranica) i u našoj sredini je prekretnica u načinu mišljenja, jer ne samo da otvara, već i nudi odgovore na mnoga pitanja koja se do sada nisu postavljala. Knjiga predstavlja bogat izvor znanja i podaruje nove i moćne instrumente za sagledavanje međunarodnih finansija.

Knjiga je dobro strukturirana – napisana u dvanaest poglavlja, čiji naslovi precizno ukazuju na problem koji se razmatra. Svako poglavlje sastoji se od velikog broja odeljaka koji odslikavaju zamisao i idu od definisanja osnovnih pojmova preko predstavljanja teorijskog okvira do primene pomenutog okvira na empiriju. U skoro svakom poglavlju dati su tabelarni i grafički izvodi osnovnih parametara analiziranog fenomena. Delo sadrži indeks osnovnih skraćenica korišćenih u tekstu.

U prvom poglavlju, pod naslovom „Devizno tržište i devizni kursevi“, istražuju se osnovne karakteristike deviznog tržišta. Prikazan je način formiranja deviznog kursa i njegova uloga u međunarodnoj trgovini. Ispitano je ka-

ko centralne banke intervenišu na deviznom tržištu da bi održale fiksni devizni kurs svoje valute, i koje su posledice intervencije na privredu zemlje. Takođe se objašnjava kakva je uloga intervencija centralne banke na deviznom tržištu u režimu rukovođeno fluktuirajućih deviznih kurseva. Izloženi su primeri i data su pojmovna objašnjenja direktne i indirektno notacije deviznog kursa. Proučeni su različiti vidovi kamatne arbitraže i efikasnost deviznog tržišta.

U drugom poglavlju, pod nazivom „Platni bilans“, ispituje se platni bilans i prikazuje metodologija njegove izrade, računi međunarodnih transakcija, kao i povezanost platnog bilansa sa nacionalnim računima i monetarnim sektorom zemlje. Takođe, pažnja se usmerava na računovodstvene koncepte koji se koriste za registrovanje međunarodnih transakcija u platnom bilansu.

Treće poglavlje, označeno kao „Vrste deviznih kurseva“, istražuje različite vidove deviznog kursa i ispituje određivanje deviznog kursa u kratkom roku (ukazuje se na pojam i značaj realnog deviznog kursa, kao i njegov odnos prema nominalnom deviznom kursu; pokazuje se kako se izračunava realni efektivni devizni kurs; daje se pregled aktuelnih sistema to jest režima deviznog kursa, sa posebnim osvrtom na ekstremne oblike: fiksni devizni kurs i slobodno fluktuiranje; ukazuje se na model ciljnih područja deviznog kursa; ispituju se i kriterijumi za izbor odgovarajućeg deviznog kursa, kao i zastupljenost pojedinih sistema deviznog kursa u realnom svetu).

U četvrtom poglavlju pod nazivom „Teorije o deviznom kursu“ obrađuju se teorije o deviznom kursu i istražuju modeli formiranja deviznog kursa u dugom roku.

U petom poglavlju, pod naslovom, „Cenovni mehanizmi prilagođavanja platnog bilansa“, istraživana je uticaj promene cena na tekuće transakcije platnog bilansa, pri fleksibilnom i fiksnom deviznom kursu, dok je u šestom poglavlju, čiji je naziv „Dohodovni mehanizam prilagođavanja platnog bilansa“, ispitivano kako promene dohotka u zemlji i inostranstvu deluju na bilans tekućih transakcija.

Sedmo poglavlje, „Monetarna i fiskalna politika u režimu fiksnog i fleksibilnog deviznog kursa“, obrađuje politike prilagođavanja koje se koriste za postizanje unutrašnje (puna zaposlenost i stabilnost cena) i spoljne ravnoteže (ravnoteža tekućeg računa platnog bilansa).<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Zadatak ekonomske politike je formulisanje odgovarajuće politike prilagođavanja sa ciljem minimiziranja društvenih troškova. Dajmo reč autoru: „Ciljevi ekonomske politike na području unutrašnje ravnoteže ne odnose se samo na postizanje pune zaposlenosti (ili manje stope nezaposlenosti od nekoliko procenata godišnje), već i na održiv privredni rast, postizanje zadovoljavajućih ekoloških uslova kroz zaštitu čovekove okoline, i dr. Kada je u pitanju spoljna ravnoteža, ciljevi se odnose na postizanje ravnoteže (ili manje ciljane neravnoteže) tekućeg računa platnog bilansa. Sa stanovišta nosilaca ekonomske politike, prednost se daje postizanju unutrašnjih ciljeva, mada dugoročne spoljne neravnoteže, finansirane zaduživanjem u inostranstvu, mogu ponekad da promene redosled prioriteta.“ (str. 282)

Pravila, mehanizmi i institucije u međunarodnim finansijama posredstvom kojih nosioci ekonomske politike nastoje da ostvare svoje ciljeve, analizirani su u poglavlju osam koje nosi naziv „Međunarodni monetarni sistem“ a istraživanja su nastavljena u poglavlju devet – „Optimalno valutno područje i monetarna unija“, gde se razmatraju osnovne karakteristike optimalnog valutnog područja i iskustva Evrope u prerađivanju u monetarnu uniju. Ovo poglavlje sadrži analizu mehanizma evropske stabilnosti, koji je ustanovljen za rešavanje finansijskih teškoća pojedinih članica evrozona.<sup>2</sup> Prilikom sagledavanja regulative i nadgledanja banaka obuhvaćene su i nove institucije oformljene u Evropskoj uniji (EU), kao što je Evropska agencija za bankarstvo (EBA). Analizirani su i noviji stavovi o karakteristikama i mehanizmima buduće bankarske unije u Evrozoni i EU (odjeljak pod nazivom „Evropska bankarska unija“).

Deseto poglavlje naslovljeno kao „Međunarodno tržište kapitala“, posvećeno je analizi subjekata i osnovnih tokova na međunarodnom tržištu kapi-

tala i sadrži analizu bazelskih standarda kapitala – Bazel I, II i III (uključujući i inovirane kriterijume bazelskih standarda kapitala – Bazel III). U istom poglavlju obrađene su novije tendencije na međunarodnom tržištu kapitala, kao odgovor na globalnu finansijsku krizu iz 2008. godine. Izneta su i novija gledišta na pojedine aspekte međunarodnog bankarstva i finansijske regulative.

U jedanaestom poglavlju, „Međunarodne finansijske krize“, istraživani su osnovni oblici i uzroci međunarodnih finansijskih kriza, u kontekstu globalizacije i liberalizacije svetske privrede. Analizirano je nekoliko konkretnih kriza u poslednjih dvadesetak godina. Opisano je šta bi zemlje trebalo da urade da bi izbegle ili ublažile krizu, odnosno koje mere im stoje na raspolaganju. Ukazano je na potrebu i predloge reformisanja međunarodne finansijske arhitekture.

U dvanaestom poglavlju, pod naslovom „Međunarodna dužnička kriza“ obrazlaže se nastanak ove krize, opisuju posledice i analiziraju putevi za njeno prevazilaženje.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Kriza državnih dugova pojedinih članica Evrozona nametnula je potrebu da se podstakne delovanje Pakta o stabilnosti i rastu. Zato razmatranja o optimalnosti valutnog područja sadrže razradu novih pogleda na Pakt o stabilnosti i rastu, kao mehanizmu za održavanje ispunjenosti Mastroihkih kriterijuma konvergencije.

<sup>3</sup> Ovde valja navesti kako autor opisuje da se: „Opšta dužnička kriza formirala tokom 1970-ih kada je došlo do porasta zaduživanja zemalja u razvoju u inostranstvu. Sredstva su često korišćena za potrošnju, a ne za investicije. Prvi naftni udar (1973–1974) je doveo do pogoršanja platnog bilansa zemalja u razvoju uvoznica nafte, a deficiti su finansirani povećanim zaduživanjem u inostranstvu. Globalna svetska recesija u periodu 1980–1982. godine, podstaknuta antiinflationom politikom SAD, otežala je izvoz ZUR i smanjila njihove izvozne prihode. Šok kamatnih stopa dodatno je pogoršao njihovu spoljnu zaduženost. Sredstva koja su pozajmljena u vreme niskih ili negativnih realnih kamatnih stopa, postala su veliko opterećenje za platni bilans zaduženih zemalja u vreme niske inflacije i visokih realnih kamatnih stopa.“ (str. 609–610)

Na kraju osnovnog teksta, u svakom poglavlju, daje se: rezime materije obrađivane u tom poglavlju, pregled ključnih pojmova (kao podsetnik na najvažnije obrađene teme), pitanja za proveru znanja i zadaci za vežbanje, kao i spisak korišćene i dopunske literature. Rezime, prateća pitanja i zadaci pružaju dosta materijala za lakše savladavanje osnovne materije. Priložena, neuobičajeno bogata literatura, ukazuje na temeljni istraživački zahvat autora i omogućava stručnoj publici da proveri, proširi i unapredi svoja saznanja iz heterogene oblasti međunarodnih finansija, te posluži kao osnova za dodatna istraživanja pojedinih tematskih celina. Svako poglavlje predstavlja prirodan nastavak prethodnog, u kome se već elaborirane tvrdnje posmatraju kroz prizmu novih teorijskih inputa. Istovremeno, sadržaj je organizovan tako da čitalac lako može odabrati odgovarajuće poglavlje ili odeljak i tako će prostudirati bilo koji aspekt međunarodnih finansija. Međutim, i u tom slučaju nema sumnje da će pročitano jedno poglavlje izazvati interesovanje i za neko drugo. Istovremeno, knjiga je usklađena sa najnovijim standardima za udžbenike te vrste.

U studiji je posebno sagledana savremena finansijska kriza – jedna od najaktuelnijih tema, za kojom je, moglo bi se reći, zavlдалo febrilno, prenapraženo zanimanje današnjeg sveta. Javnost oseća potrebu da razume o čemu se zapravo radi i istovremeno zazire od složenosti i težine saznanja do kojih bi je verodostojno informisanje o ovoj topici moglo dovesti. Autor opisuje

je na koji način je rastuća globalizacija svetske privrede pojačala tokove međunarodne trgovine i kapitala, stvarajući uslove za brži privredni rast i razvoj. Međutim, autor naglašava da je liberalizacija kretanja faktora proizvodnje, robe, usluga i kapitala pojačala osetljivost zemalja na uticaje iz okruženja. Kriza koja se pojavi u jednoj zemlji sada se veoma brzo rasprostire i u ostale zemlje. Valute zemalja sada su osetljivije na neočekivane promene u tokovima kapitala do kojih može doći zbog nagoveštaja izbijanja krize ili iz spekulativnih razloga. Odličan primer koji autor navodi za to je kriza britanske funte 1992. godine, prouzrokovana spekulativnim napadom na ovu valutu, koja se pretvorila u krizu evropskog valutnog sistema. Zatim, spekulativni napad na meksički pezoz 1994. godine doveo je do krize, koja se posredstvom „*Tekila efekta*“ prenela na zemlje Južne Amerike. Bekstvo kapitala iz zemalja Jugoistočne Azije 1997. godine prouzrokovalo je krah deviznog tržišta, a privrede ovih zemalja odvelo u recesiju. Talasi ove krize zapljusnuli su Rusiju, koja se suočila s problemom otplate spoljnog duga. Najnovija kriza iz 2007. godine, koja se razvila u SAD zbog kraha hipotekarnog tržišta, uzdrmla je ceo svet. Finansijska kriza pretvorila se u svetsku ekonomsku krizu.

Autor konstatuje da su finansijske krize u prošlosti nastajale ili zbog nekonzistentne makroekonomske politike, kada su se mogle i predvideti, ili su iznenada i bez očiglednih uzroka izbijale u zemljama koje su imale dobre makroekonomske performanse, tako da se ni-

su mogle predvideti. Upravo je ovaj drugi slučaj potvrdio da je krizu teško predvideti, tako da se nametnula potreba ugrađivanja pokazatelja ranog upozorenja (*eng. early warning indicators*). Uprkos ovim pokazateljima, efekat zaraze (*eng. contagion effect*) koji nastaje sa pojavom krize je potvrdio da svaka kriza ima svoja pravila ponašanja. Zajedničko svim krizama je to što donose velike štete privredi, pa su u literaturi razvijeni brojni modeli u cilju ranog prepoznavanja krize. Ipak, nijedan od modela nije uspeo da predvidi izbijanja Azijske finansijske krize niti svetske ekonomske i finansijske krize iz 2007. godine.

Knjiga je sačinjena od najpoznatijih, najznačajnijih i najinovativnijih studija iz ove oblasti kao i poziva na sasvim nove tekstove čiji su autori vodeći svetski specijalisti. U delu se nudi realan, moderan, zanimljiv i, u našoj literaturi – jedinstven pristup u analizi osnovnih pojmova međunarodnih finansija koji transformiše način gledanja na poznate teme. Iznet je originalan uvid u pravce razvoja ovog fenomena. U metodološkom i sadržinskom smislu studija je strukturisana tako da garantuje potpunu zaokupljenost čitaoca, nezavisno od toga da li će prihvatiti ili osporiti pojedine stavove. Od samog početka do kraja knjige nailazi se na čvrste činjenice i dokaze ilustrovane brojkama i gafičkim prilozima kojima se konstatuje određena stvarnost. Prezentovani podaci veoma su važni jer ukazuju na trenutno stanje stvari, koje je početna tačka u svim diskusijama o daljem razvoju međunarodne finansijske saradnje Republike Srbije.

Evidentna je autorova pronicljivost u ovoj oblasti kojom je uspeo da stvaralački iskoristi postulate odgovarajućih disciplina i samostalno izvrši njihove sinteze kako bi dao prikaz svih ključnih principa i teorija koje su neophodne za razumevanje međunarodnih finansija. Dugo iskustvo autora u ovoj oblasti omogućilo mu je da svoje nalaze adekvatno kontekstualizuje i stavi u istorijsku perspektivu. Intelektualna distanca autora vidljiva je u svim delovima knjige. Studija nosi prepoznatljiv pečat ne samo naučnika najvišeg ranga nego i velikog pisca. Bez suvišnih detalja, napisano jednostavnim jezikom, živopisno a koncizno, delo ostavlja otvoren prostor za debatu, provocira na dalju razradu teme, daje podsticaje za produbljivanja istraživanja, potvrdu ili proveru već formiranih stavova i daje nove pomake u pronalaženju relevantnih primenljivih rešenja za ključne probleme u međunarodnim finansijama.

Knjiga sadrži mnoštvo odlično dokumentovanih i precizno analiziranih primera. Prilikom njihovog odabira, data je prednost našem dobu. Autor se ipak nije odrekao pozivanja na događaje iz prošlosti kada su oni mogli da objasne analiziranu situaciju. Primeri su po pravilu kratki, svedeni na poentu (nisu detaljno obrazlagani kako bi se izbeglo opterećivanje teksta a čitalac izbeglo nit) i prikazani na potpuno prikladan, razumljiv i veoma stručan način, te pomažu da se pojača razumevanje, osvetle najvažnije teme i zadovolji znatiželja različitih kategorija čitalaca, počevši od one koja se prvi put susreće sa ovakvom tematikom, preko neprofe-

sionalne ali dobro informisane, do one koja se profesionalno bavi međunarodnim finansijama.

U knjizi gotovo da nema proizvoljnosti ni esejističke rasprisanosti. Ima podsticajnih razmišljanja kojima se golica znatiželja čitaoca i koja čine da se knjiga čita i posle stvarnog čitanja. Autor je na dovoljno profesionalnom odstojanju od svoje prakse i dovoljno blizu činjenicama neposredne stvarnosti. Otuda studija profesora Kovačevića nosi u sebi misao o bitnosti prividno nebitnoga u međunarodnim finansijama. Tako se autorov pristup svrhovito individualizuje i razdvaja u skromnom nizu srodnih pokušaja, a studija dobija na autentičnosti. Delo ima vrhunske teorijske, stručne, obrazovne i informativne kvalitete, jer omogućava da se studiozno i kritički sagleda kompleksnost

oblasti međunarodnih finansija, te razume karakter i dinamika modernog sveta u krizi. Knjiga predstavlja jedan, zaista, osvežavajući rad u celokupnoj srpskoj literaturi iz oblasti finansija i obogaćuje teorijski fond znanja naše naučne zajednice. Posebna vrednost „Međunarodnih finansija“ jeste pregršt obrađenih pojmova i preobilje informacija pomoću kojih se analizira delovanje preplitanja raznih uticaja u ovoj oblasti, ali koji su istovremeno i ponuđeni tematski spektar o kome bi bila poželjna neka vrsta javne rasprave.

**Dr Biljana VITKOVIĆ**



Dr Slaviša ĐUKANOVIĆ

**„EKOLOŠKA ENERGETIKA  
– ŠIRENJE PRIMENE“**

AGM kniiga, Beograd, 2014, str. 286

Ukoliko se čitalac možda pita otkud prikaz knjige posvećene ekološkoj energetici u časopisu posvećenom finansijama, odgovor se nalazi u samoj knjizi. Tačnije, u onom njenom delu koji se odnosi na troškove i efekte primene različitih oblika ekološke energije. Koliko se u savremenom svetu, pa i u Srbiji, troši na energiju, predstavlja jedno od ključnih ekonomskih pitanja. Otuda je ova knjiga, jedna od retkih u nas na tu temu, dragocena analiza kako za sve profile stručnjaka koji promišljaju vezu između ekonomije i energije, tako još više za donosiocce odluka kojima je neophodna stručna pomoć u lutanjima pri kreiranju energetske i ekonomske budućnosti naše zemlje.

Sveopšte iscrpljivanje prirodnih resursa u svetu dovelo je do niza negativnih posledica kako po privredni razvoj, tako po životnu sredinu i prirodu u celini. Bitka za energetske resurse postala je dominantna odrednica savremene civilizacije. Ko poseduje energiju, ima moć. Dr Slaviša Đukanović, autor knjige „Ekološka energetika - širenje primene“, započinje priču o ekološkoj ener-

getici upravo ističući izuzetnu moć koju daje posedovanje energetske resursa.

Pored dugogodišnjeg, sveobuhvatnog, serioznog bavljenja teorijskim problemima obnovljivih izvora energije, od diplomskog do doktorskog rada na Ekonomskom fakultetu u Beogradu, dr Slaviša Đukanović je dosledni i neumorni borac za zaštitu životne sredine i očuvanje prirode, što njegov naučni rad čini još kredibilnijim. Briga za ekološku budućnost Srbije (on bi rekao, pre svega za budućnost središnje Srbije, prostora Tamnave i Kosmaja jer je to područje njegovih predaka) utkana je u svaku rečenicu ovog rada što ovu knjigu čini zaista posebnom. Retko se sreće takva teorijska i istovremeno lična, aktivistička posvećenost rešavanju velikih izazova pred kojima se nalazi ne samo Srbija već i cela naša planeta.

Čime se knjiga, u stvari, bavi? Šta je to ekološka energetika? U uvodnim razmatranjima ističe se da jaz između rastućeg privrednog rasta i rastućeg broja ljudi, s jedne strane i ograničenih prostornih i fosilno-energetskih resursa, s druge strane, zahteva racionalnu upo-

trebu i štednju energije. To je zajednički zadatak države, kompanija i građana. Država ima na raspolaganju instrumente ekonomske politike, kompanije moraju da smanje troškove poslovanja, a da istovremeno proizvodnja bude nulto-emisiona u ekološkom smislu, dok građani i te kako imaju koristi od racionalne potrošnje energije.

Autor vidi ekološku energetiku, u užem smislu, kao neophodnu primenu novih, čistih i obnovljivih izvora energije u širokim razmerama što je čini važnim delom tzv. održive energetike. Široka primena obnovljivih izvora energije, s jedne strane, doprinosi misiji poboljšanja kvaliteta životne sredine, a s druge, utiče na podsticanje ekonomskog rasta. U fokusu autorovog zalaganja za obnovljive izvore energije su energetske uštede koje mogu da se postignu na razne načine sa različitih nivoa. Najviše može da uštedi država uravnoteženjem procesa urbanizacije, razvojem ekološki podobnog saobraćajnog sistema, kao i doslednom primenom obnovljivih izvora energije. Građani - potrošači mogu mnogo da učine uzdržavanjem od rasipanja toplotne i električne energije, kao i primenom različitih energo-konzervacionih mera.

Ističući da glad za energijom u svetu neprestano raste, autor posebno ukazuje na to da je poslednjih godina taj trend naročito izražen u ekonomski manje razvijenim, ali mnogoljudnim zemljama koje imaju veću stopu rasta. Dok zemlje OECD-a beleže lagani pad potrošnje energije, do pravog buma u potrošnji došlo je u Kini. Razvijene ze-

mlje, s jedne strane, visokim cenama ograničavaju potrošnju uvoznih fosilnih goriva, dok, s druge, podstiču primenu domaćih obnovljivih izvora.

Statistički pokazatelji govore da se od energenata u svetu najviše troši nafta (u 2011. godini ona je činila trećinu svetske potrošnje), zatim uglj (u istoj godini nešto manje od trećine potrošnje), dok ostatak čine prirodni gas, hidroenergija, nuklearna energija i obnovljivi izvori. Primetan je trend opadanja učešća nuklearne energije u svetskoj potrošnji energenata, kao i rast udela hidroenergije, prirodnog gasa i, naročito, obnovljivih izvora.

Knjiga je koncipirana u tri celine: I Širenje primene (ekološke energetike), II Ekonomska ocena i III Ekološka ocena.

U prvom delu knjige daje se uporedni pregled razvoja primene različitih obnovljivih izvora energije tj. vode, vetra, sunca, bio-mase i zemljine toplotne za proizvodnju električne energije.

Podaci pokazuju da instalisanje novih kapaciteta za proizvodnju električne energije iz obnovljivih izvora prati kretanja svetske privrede u celini. Dok je, na primer, ukupna snaga postrojenja za proizvodnju električne energije iz obnovljivih izvora u 2011. godini povećana za 8%, krizne 2012. godine investicije u čistu energiju smanjene su za 11%. Početkom 2013. godine ukupna snaga kapaciteta za proizvodnju električne energije iz obnovljivih izvora tolika je da u strukturi ukupne svetske proizvodnje električne energije čini 19,5% što već predstavlja značajan udeo.

Ubedljivo najveći proizvođač električne energije iz obnovljivih izvora su hidroelektrane, mada se poslednjih godina ta razlika u odnosu na primenu energije vetra i sunca sve više smanjuje. Po podacima za 2014. godinu hidroenergija ima učešće od 66% u kumulativnim kapacitetima obnovljivih izvora i udeo od 70% u proizvodnji električne energije iz obnovljivih izvora. Kina ima relativno najveću instalisanu snagu hidroelektrana na svetu. Pored velikih projekata, kineske vlasti istovremeno grade mnogo malih hidroelektrana kojima istovremeno rešavaju veliki problem kineske poljoprivrede - zaštitu od poplava.

Primene energije vetra u svetu neprestano raste, sa prosečnom stopom rasta od 24,6% u toku prethodnih pet godina. SAD su 2012. godine prednjačile u korišćenju energije vetra. Dobar primer za nas predstavlja susedna Rumunija čiji vetropark u oblasti Dobrudže predstavlja najsnažniji kopneni vetrogeneratorski sistem u Evropi. U Srbiji se trenutno postavlja prva velika farma vetrenjača kod Plandišta u Banatu, a na čekanju je još niz projekata u južnom Banatu i istočnoj Srbiji.

Dr Đukanović ističe da se proizvodnja električne energije putem solarnih ćelija smatra jednim od najsavršenijih vidova ekološke energetike zbog prirodnosti procesa i jednostavnosti instalisanja. Zbog toga se primena solarnih ćelija u svetu neprestano širi. Nemačka je vodeća zemlja na svetu u pogledu ukupno instalisanih fotonaponskih postrojenja. Najveći proizvođač solarnih ćelija na svetu je Kina koja je, kao i u mnogim drugim oblastima, zabeležila skoro ne-

verovatnu stopu rasta: od 1% učešća u svetskoj proizvodnji 2004. godine do 47% u 2012. godini, uz tendenciju daljeg rasta i daljeg snižavanja cena.

Velika Britanija je napravila veliki iskorak u korišćenju solarnih ćelija otvorivši početkom 2014. godine solarni most u Londonu. Taj most, koji sadrži 4.400 fotonaponskih panela, snabdeva električnom strujom obližnju železničku stanicu. Sem toga, predstavlja turističku atrakciju kojom se podstiče svest ljudi o značaju primene obnovljivih izvora energije.

U Srbiji je tokom 2012. i 2013. godine pušteno u rad na desetine novih solarnih fotovoltaičnih elektrana male i srednje snage, kao i dve veće snage, zahvaljujući uvođenju podsticajnih otkupnih cena koje investitorima u narednih dvanaest godina garantuju pristojnu zaradu.

Drugi način korišćenja sunčeve energije, onaj za grejanje prostora i vode putem solarnih termoelektrana, takođe beleži rast, mada je stanje još uvek daleko od poželjnog. Međutim, ovde troškovi proizvodnje ne padaju tako brzo kao kod solarnih ćelija jer su u pitanu ogromna postrojenja čija je gradnja dugotrajna. U cilju smanjenja ovih troškova, u svetu se istražuju novi načini skladištenja prikupljene toplote. Dr Đukanović navodi interesantan primer iz naše zemlje, solarnu toplanu u Badnjevcu kod Kragujevca, za koju njen tvorac, prof. dr Vladan Petrović, tvrdi da poseduje četiri do pet puta bolji toplotni kapacitet skladištenja sunčeve energije od svih poznatih rešenja u svetu.

Bio-masa se trenutno nalazi na trećem mestu u svetu po proizvodnji električne energije iz obnovljivih izvora. Uobičajeni oblici bio-mase za proizvodnju bio-goriva su drvo i energetske usevi. Razlikuju se četiri glavne kategorije bio-goriva: čvrsta bio-goriva, čvrsti komunalni otpad (samo organski deo), zatim tečna bio-goriva i biogas. Za nas je bitno pomenuti da autor knjige vidi bio-termoelektrane kao valjanu alternativu zastarelim srpskim termoelektrana koje koriste lignit.

Bio-gas, kao vid bio-mase, jedan je od ekološki najprihvatljivijih oblika primene energije. U primeni bio-gasa prednjače visoko razvijene zemlje. Zemlje OECD-a učestvuju na tržištu biogasa sa 95%. Autor knjige ističe pozitivne napore Srbije u poslednjih nekoliko godina na razvoju postrojenja za primenu energije bio-gasa.

Rezimirajući noviji razvoj ekološke energetike u svetu dr Đukanović ističe jedan bitan ekonomski pokazatelj značaja korišćenja obnovljivih izvora energije, a to je broj radnih mesta u svetu koji se duguje njihovoj primeni. Podaci pokazuju da najviše radnih mesta otvaraju primena bio-goriva i fotonaponske solarne elektrane. U brojkama za 2014. godinu to iznosi 5.745.000 radnih mesta ukupno, od čega se na primenu biogoriva odnosi 1.379.000, a na fotonaponske elektrane 1.360.000.

Održiva energetika podrazumeva energetske efikasne i održive proizvodnje i potrošnje energije. Kakva je situacija sa održivom energetikom u Srbiji? Proizvodnja energije u Srbiji najvećim delom zasnovana je na nekvalitetnom

domaćem uglju koji će biti iscrpljen za par decenija. Pokazatelji vezani za prenos električne energije su, takođe, porazni. Srbija je poslednjih godina među prvima u Evropi po gubicima u distribuciji električne energije.

Dr Đukanović pledira za što širu primenu obnovljivih izvora energije kod nas iz više razloga. To bi dovelo do smanjenja potrošnje fosilnih goriva sa svim ekološkim i zdravstvenim koristima od toga, ublažilo bi našu zavisnost od uvoza energije i doprinelo nastanku novih industrija koje bi pogurale ekonomski razvoj. Poređenje s drugim zemljama nikako nam ne ide u prilog. Dok je, na primer, 2012. godine udeo primene obnovljivih izvora u elektro-energetskom statusu Nemačke iznosio 23%, kod nas taj pokazatelj iznosi svega 2-3% (ne računajući hidroelektrane)! Nemačka iskustva iz oblasti ekološke energetike autor smatra vrlo dragoceni za nas u našim nastojanjima da se priključimo EU. Pogotovo imajući u vidu obavezu koju je Srbija preuzela prema Evropskoj energetskoj zajednici da obnovljivi izvori energije do 2020. godine učestvuju sa 20% u bruto finalnoj potrošnji, kao i da poboljša energetske efikasnosti za 20%.

Potencijal obnovljivih izvora energije u Srbiji procenjen je na oko 4,3 miliona tona ekvivalenta nafte godišnje. Od toga, na bio-masu otpada 63%, na neiskorišćeni hidroenergetski potencijal 14%, isto toliko na sunčevu energiju, 5% na energiju vetra i 4% na do sada otkrivene resurse geotermalne energije. Autor se posebno bavi primenom tehnologije solarnih ćelija u Srbiji i ističe brz napredak u toj oblasti.

Nakon iscrpnog pregleda širenja primene ekološke energetike u svetu, u drugom delu knjige dr Đukanović analizira tehnološke i ekonomske pokazatelje primene svakog od vidova obnovljivih izvora energije pojedinačno. Pored detaljnog opisa ključnih osobina koje je potrebno da resursi poseduju za procenu realno iskoristive energije, kao i opisa same tehnologije za primenu tih resursa, što je, nesumnjivo, zanimljivo štivo, ali prevashodno tehnološko-inženjerske provencijencije, za potrebe ovog prikaza mnogo su značajniji dati elementi cost-benefit analize za primenu obnovljivih izvora energije.

Cilj autora je da prikaže i analizira sve vrste troškova koji nastaju pri investiranju i radu sistema za primenu obnovljivih izvora energije, kako kapitalnih, tako i operativnih, uz istovremenu prezentaciju učinka primene svakog od njih.

Sunčeva energija ima dve vrste primene: aktivnu i pasivnu. Aktivna primena podrazumeva korišćenje solarnih kolektora koji proizvode toplotnu energiju. Koliko će biti te energije, zavisi od veličine solarnih sistema, fizičkih karakteristika ugrađenih delova, raspoložive insolacije i klimatskih uslova. S obzirom da je veliko ograničenje za intenzivniju primenu energije sunčevog zračenja njeno odsustvo tokom noći i u periodu oblačnosti, smatra se da je za njenu isplativiju primenu neophodno kombinovanje s drugim obnovljivim energentima kao što su bio-masa ili geotermalna energija. Aktivni solarno-energetski sistem primenjuje se za dobijanje tople vode ili za grejanje/hlađenje prostora u stambenim, po-

slovnim, javnim i industrijskim zgradama. Efikasnost pretvaranja sunčeve energije u toplotnu tokom godina se povećavala, tako da sada dostiže 60-80%.

Analizirajući kritične faktore od kojih zavisi efikasnost korišćenja solarne energije, dr Đukanović dolazi do zaključka da je to prevashodno kapitalni trošak sistema tj. visina početne investicije, s obzirom da su troškovi rada i održavanja sistema relativno niski. Uslovi insolacije, pri tome, igraju najvažniju ulogu jer od njih zavisi tip kolektora koji se koristi, a samim tim i cena kolektora.

Za razliku od aktivne, pasivna primena sunčeve energije odvija se potpuno prirodno, bez primene posebnih uređaja za intenzivan zahvat sunčeve energije. Pasivna solarna tehnologija razlikuje se od ostalih oblika ekološke energetike jer se, u suštini, zasniva na arhitektonskim rešenjima (sklopovima) za korišćenje prirodnih energetskih izvora. Solarna arhitektura omogućava grejanje prostora, hlađenje i prirodno osvetljenje. Ono što autor knjige naročito ističe kao prednost primene ovog vida ekološke energetike jeste nešto što nije isključivo merljivo finansijskim pokazateljima, već kvalitativnim koristima za čoveka kao što su zadovoljstvo, zdravlje i udobnost. Međutim, dr Đukanović vidi troškovnu osetljivost pasivnog solarnog dizajna u smislu dodatnih troškova pasivnih solarnih elemenata u poređenju sa troškovima konvencionalnih građevinskih elemenata. Sem toga, tu su i dodatni troškovi toplotne izolacije. Primenom savremenih arhitektonskih rešenja i tehnoloških novina zado-

voljenje potreba za toplotnom energijom pasivnih solarnih zgrada može da se poveća na čak 70-80%.

Potencijal bio-mase kao obnovljivog izvora energije ogroman je. Fascinantno je podatak iznet u knjizi da je svetska proizvodnja bio-mase procenjena na 170 milijardi tona godišnje, dok je svetska potrošnja samo 1,3 milijarde tona godišnje. Ono što je dugo predstavljalo ograničenje za bio-masu kao energetska izvor jeste vezanost tog resursa za mesto njegovog nastanka i neekonomičnost njegovog korišćenja na većim udaljenostima usled relativno niskog energetske sadržaja u jedinici količine bio-mase. Međutim, prešovanjem biomase i proizvodnjom lako prevozivih, energetska visokokvalitetnih briketa i peleta taj problem je prevaziđen.

Različiti su tehnološki postupci za konverziju bio-mase u toplotnu i električnu energiju, kao i za proizvodnju gasovitih i tečnih goriva. To je jedina tehnologija korišćenja obnovljivih izvora energije koja uključuje i troškove goriva. Ključni izazov u energetska primeni bio-mase predstavlja minimiziranje troškova ulaganja uz maksimiziranje koristi i spektra proizvoda. Troškovi po jedinici energije dobijenoj na ovaj način zavise od kapitalnih troškova, opreme za kontrolu zagađenja, ulaznih zaliha, cene uloženog ljudskog rada, kao i od efikasnosti samog procesa konverzije.

Geotermalni potencijal užarenog jezgra planete Zemlje, kao obnovljivi energetska resurs, koristi se veoma skromno. Geotermalno energetska po-

strojenje koristi prirodnu paru ili toplu vodu iz zemlje za proizvodnju električne energije ili direktno za grejanje. Brži razvoj korišćenja geotermalnih izvora još uvek zavisi od tehničkih problema, ali postoje i ekonomske smetnje. Pitanje ekonomičnosti ovih sistema zavisi od nekoliko faktora: pre svega, od procene osobina ležišta, od čega zavise i troškovi bušenja i osobine opreme za konverziju energije.

Energija vetra kao energetska resursa slična je sunčevoj energiji - oba tipa energije su promenljiva i nestalna. Međutim, ovi vidovi energije tokom godine idealno se dopunjuju i zbog toga dr Đukanović smatra da njihovo uporedno korišćenje može da predstavlja jedno od rešenja svetske energetske krize. Iako se energija vetra trenutno daleko više koristi u odnosu na solarne ćelije, dinamika rasta im je slična.

Vetrogeneratori proizvode električnu energiju u zavisnosti od brzine vetra i dužine trajanja vetrovitog vremena, kao i tipa sistema koji se primenjuje. Savremeni vetrogeneratori direktno su povezani na distributivni sistem za prodaju električne energije potrošačima. Efikasnost vetrogeneratora neprestano raste, tako da je danas, na primer, električna energija iz vetrenjača u Nemačkoj dvostruko jeftinija od struje iz termoelektrana na ugalj. Ovo je podatak nad kojim bi trebalo ozbiljno da se zamisle kreatori ekonomske i energetske politike u Srbiji. Mada od predstavnika naše vlade stižu izjave da su do sada izdali 14 energetska dozvola za gradnju vetroparkova širom zemlje, istovremeno stižu i optužbe da je

problem u tome što investitori traže da im se posao unapred isplati. Međutim, mora se imati u vidu, kao što ističe i autor knjige, da privatni investitor mora da vodi računa i o ekonomskim performansama zemlje u koju želi da ulaže – od kretanja inflacije, preko kamatnih stopa, poreske politike i dr, da bi njegova investicija bila isplativa.

Za Srbiju je naročito interesantno korišćenje malih hidroelektrana za proizvodnju energije, s obzirom na probleme sa kojima se susreće stanovništvo planinskih delova Srbije, a koji su, opet, bogati malim planinskim vodotokovima. Male hidroelektrane imaju funkciju da snabdevaju male i izolovane potrošače ili da zadovoljavaju vršna opterećenja velikih potrošača. One se u razvijenim zemljama obično grade u planinskim, izolovanim područjima gde često zamenjuju skupe dizel-agregate. Prednosti malih hidroelektrana ogledaju se u uštedi goriva, visokoj efikasnosti rada, niskim troškovima održavanja i povećanju turističke atraktivnosti sredine u kojoj se grade. Podaci govore da korisnički vek malih hidroelektrana može da bude duži od 100 godina što znatno povećava isplativost njihove primene. U Srbiji najveći hidropotencijal malih vodenih tokova ima 17 opština istočne i zapadne Srbije i tri opštine u planinskom delu južne Srbije koje spadaju u najnerazvijeniji deo naše zemlje. Njihovom ekonomskom oporavku umnogome bi doprinela izgradnja bolje energetske infrastrukture koja bi, zajedno sa poboljšanjem saobraćajne infrastrukture, učinila ove predele izuzetno atraktivnim zbog zdrave životne sredine i lepote prirode.

Čitavo jedno poglavlje knjige dr Slaviša Đukanović posvećuje podsticajnim merama koje, u okviru ekonomske politike, primenjuju pojedine zemlje kako bi stimulisale proizvodnju čiste energije: od državnih subvencija, smanjenja PDV-a, poreskih podsticaja, feed-in tarifa do specifičnih mera neto-razmene i zelenog označavanja. U praksi su se najdelotvornijim pokazale feed-in tarife, zeleno označavanje i neto-razmena.

Feed-in tarife ili mehanizam ekonomskih naknada najšire je korišćena mera podsticaja primene obnovljive energije. Ona se koristi u preko 20 zemalja Evropske unije. Ova mera sastoji se u obavezi elektrodistributivnih preduzeća da na svojoj teritoriji otkupljuju sve električnu energiju dobijenu iz obnovljivih izvora, uz isplatu fiksnog iznosa za svaki isporučeni kilovat-sat tokom tačno definisanog budućeg razdoblja. Autor posebno naglašava da primena feed-in tarifa ne opterećuje poreske obveznike ni državni budžet, već samo potrošače električne energije.

Zelene oznake predstavljaju svojinska prava proizvođača električne energije iz obnovljivih izvora. Zeleni znaci mogu biti predmet trgovine između različitih proizvođača električne energije, te tako vlasnici zelenih znakova mogu da naplate to svoje pravo. Takva praksa veoma je razvijena u Italiji gde veliki proizvođači električne energije iz fosilnih goriva imaju zakonsku obavezu da određenu količinu električne energije proizvedu iz obnovljivih izvora. Ukoliko nemaju svojih postrojenja za proizvodnju čiste energije, na tržištu mogu

da kupe potrebnu količinu od drugih proizvođača. Na taj način dobijaju određen broj zelenih oznaka (jedna zelena oznaka dobija se kupovinom 50MWh električne energije iz obnovljivih izvora) koje im omogućavaju da steknu zakonska prava po tom osnovu.

Neto razmena je sezonska razmena električne energije između individualnih proizvođača (domaćinstava) i nadležnih elektrodistributivnih preduzeća. To znači da domaćinstva plaćaju samo razliku između proizvedene i potrošene električne energije, dok elektrodistribucija povećava stabilnost svoje ponude u periodima vršnih opterećenja.

Autor daje sveobuhvatnu analizu različitih podsticajnih ekonomskih mera za primenu solarnih ćelija i vetrogeneratora u Nemačkoj, Španiji i Italiji jer su te zemlje najbolji evropski primeri

za primenu tih vidova obnovljivih izvora energije.

Primena obnovljivih izvora energije postala je stvarnost većine razvijenih zemalja. Osnovni nauk koji iz toga mogu da izvuku zemlje poput naše je da primena obnovljivih izvora ne zavisi samo od prirodnih predispozicija (na primer, od osunčanosti ili vetrovitosti) već u velikoj meri i od znanja i iskustva u dosadašnjoj primeni, od prilagođenosti podsticaja, a naročito od nivoa tržišnih cena električne energije.

**Mr Jasmina KNEŽEVIĆ**



---

## FINANSIJE

### HRONIKA

#### uređivanja i izdavanja časopisa

#### *FINANSIJE* 1946-2014.\*

**1946.** Časopis počinje da izlazi početkom 1946. godine, kao organ Saveza finansijskih službenika Jugoslavije. Odgovorni urednik je Dušan ILIĆ, načelnik Odeljenja finansijske revizije Ministarstva finansija FNRJ. Sekretar redakcije je Damjan Papić. Časopis uređuje odbor. Imena članova tog odbora nisu odmah objavljena već tek sredinom godine (posle izlaska iz štampe prvih šest brojeva). Prvi članovi odbora bili su: Milan Ivanović, Veljko Petrović, Strahinja Dakić, Radovan Drašković, Zvezdan Vujadinović, Bora Romić, Dušan Ilić, Damjan Papić, Dragoljub Krsmanović i Ratko Nenadić. Već u drugom pougodištu iz Uređivačkog odbora izostavljeni su Bora Romić, Dragoljub Krsmanović i Rajko Nenadić.

**1949.** Od broja 5-6. časopis postaje „Organ Ministarstva finansija FNRJ». U broju 7-8. objavljeno je da je odgovorni urednik Antonije TASIĆ.

**1951.** Sa brojem 1. časopis počinje da izlazi kao organ Finansijskog instituta Ministarstva finansija FNRJ.

**1952.** Pošto je Ministarstvo finansija prestalo da postoji, časopis prestaje da bude bilo čiji organ. Poslove uređivanja i izdavanja preuzima Redakcioni odbor koga čine: Slavko Ćuković, Strahinja Dakić, Božidar Đinić, Jovan Hadži-Pešić, Boško Kitaljević, dr Vojislav Kravić, Ivan Piperov, Radomir Radovanović, Antonije Tasić i dr Miloš Vučković (sekretar Redakcionog odbora). Časopis dobija današnji naziv *FINANSIJE, časopis za teoriju i praksu iz oblasti finansija*.

**1953.** Od prvog dvobroja odgovorni urednik je Bogoljub LAZAREVIĆ. U broju 11-12. prvi put je objavljen godišnji registar autora i priloga u časopisu.

---

\* Hroniku uređivanja i izdavanja časopisa do 1992. godine, vodio je prof. dr Miroslav Petrović. Ovom prilikom prezentiramo njegov originalni tekst i nastavljamo sa hronologijom bitnih događaja zaključno sa 2014. godinom.

---

## FINANSIJE

**1954.** U broju 1-2. objavljeno je da je Redakcioni odbor proširen sa tri nova člana. To su Toša Tišma, Dragoljub Cvijetić i Iso Baruh.

**1955.** Novim proširenjem sastava Redakcionog odbora, od broja 1-2. časopis uređuju još: Ksente Bogoev, Momir Jovanović, Štefica Mužar, Jože Pokorn i Mitar Poleksić.

**1957.** Časopis ponovo počinje da izlazi jednom mesečno a izdavač mu je Savezni državni sekretarijat za poslove finansija. Kao svojevrsni dodatak časopisu počinju da izlaze *Objašnjenja Saveznog sekretarijata za poslove finansija*. Časopis uređuje Redakcioni odbor a odgovorni urednik je Uroš VIĐOVIĆ, pomoćnik saveznog državnog sekretara. U broju 6. prvi put je objavljen novi sastav Redakcionog odbora u čijem sastavu su: Dragoljub Cvijetić, Slavko Ćuković, Božidar Đinić, Marko Đurbabić, Boško Kitaljević, Boško Lazarević, Đorđe Mijić, Nikola Miljanić, Radomir Radovanović, Mihailo Šćekić, Toša Tišma, Uroš Vidović, dr Miloš Vučković. Sekretar odbora je Dragoljub Cvijetić.

**1958.** Od broja 4. u Redakcionom odboru je i Dušan Lopandić.

**1963.** U broju 1-2. objavljen je novi sastav Redakcionog odbora: Ksente Bogoev, Dragoljub Cvijetić, Milutin Ćirović, Jovan Hadži-Pešić, Milan Ivanović, Slobodan Jovanović, Tihomir Jovanovski, Boško Kitaljević, Bogoljub Lazarević, Branko Mijović, Voji-

slav Nikolić, dr Ivo Perišin, dr Vladimir Pertot, Dragoljub Petković, Miroslav Petrović, Nikola Petrović, Radovan Radovanović, Dragomir Vojnić i Miloš Vučković. Za glavnog i odgovornog urednika imenovan je Bogoljub LAZAREVIĆ a za sekretara Redakcionog odbora Dragoljub Cvijetić.

**1965.** Broj 11-12. izašao je kao jubilarni, povodom dvadeset godina izlaženja /1946-1965/. Tim povodom objavljen je registar svih autora priloga u časopisu.

**1966.** Počev od broja 1-2. promjenjena je boja korica u svetlozelenu. U broju 3-4. objavljeno je da je novi sekretar Redakcionog odbora Božo Novoselac. Dopuna sastava Redakcionog odbora izvršena je počev od broja 5-6. Novi članovi su: Dragiša Đoković, Božidar Jelčić, Božo Novoselac, Asim Strnjak, Antonije Tasić.

**1969.** Od broja 1-2. izdavač časopisa je „Službeni list SFRJ“. Novom dopunom sastava Redakcionog odbora u njegov sastav ušli su još: Isidor Izrael, Toša Tišma, Bogoljub Tonic, Guststav Zadnik i Iso Baruh.

U broju 11-12. lista članova Redakcionog odbora proširena je sa Videnom PANČIĆEM koji od tada preuzima poslove u vezi sa uređivanjem *Objašnjenja Saveznog sekretarijata za poslove finansija*.

**1973.** Od broja 1-2. časopis izdaje Novinsko-izdavačko i štamparsko preduzeće „Privredni pregled“. Uvodi se

funkcija urednika i ona se poverava **Radmilu Stamenkoviću**.

**1974.** Za nove članove Uređivačkog odbora od brij 1-2. imenovani su dr Ivan Ribnikar, Slobodan Komazec, Milan Golijanin, Davor Savin i Toma Gudac.

Od broja 3-4. dužnost urednika preuzima **Ivanka Pridraški**.

**1975.** U broju 1-2. je objavljeno proširenje članova Izdavačkog saveta sledećim članovima: Aleksandar Bogdanović, Miodrag Janković, Slobodan Šindolić, Živorad Veličković i Ivanka Pridraški. Glavni i odgovorni urednik je i dalje Bogoljub LAZAREVIĆ.

Za nove članove Izdavačkog saveta u broju 3-4. imenovani su još Momčilo Cemović i Božidar Radunović.

U broju 7-8. postojeći Uređivački odbor je označen kao operativni ili izvršni organ Izdavačkog saveta. Umesto sekretara Uređivačkog odbora, odnosno Izdavačkog saveta, imenovan je za pomoćnika glavnog i odgovornog urednika Božo NOVOSELAC.

**1976.** U broju 1-2. za novog člana Izdavačkog saveta imenovan je Toma Marković.

Broj 3-4. objavljen je kao jubilarni, povodom 30 godina izlaženja časopisa /1946-1976/. Pored uvodnika, koji je napisao savezni sekretar za finansije Momčilo Cemović, objavljen je i Registar imena autora i njihovih radova za čitav protekli period.

**1979.** Broj 7-8. posvećen je održavanju „Značajnih finansijskih

skupova u Beogradu» (zajednička skupština četiri međunarodne finansijske organizacije: Međunarodna banka za obnovu i razvoj, Međunarodni monetarni fond, Monetarno udruženje za razvoj, Međunarodna finansijska korporacija). Čitav broj je imao tematski karakter.

**1980.** U broju 11-12. prigodnim uvodnikom glavnog i odgovornog urednika Bogoljuba Lazarevića, obeležena je tridesetpetogodišnjica izlaženja časopisa.

**1981.** Broj 9-10. uredio je **Dragan Karanović** a od broja 11-12, novi urednik je **Dušan Gvozdenović**.

**1982.** U broju 7-8. Uređivački odbor je sa dubokim žaljenjem obavestio čitaoce i čitavu stručnu i naučnu javnost da je preminuo glavni i odgovorni urednik časopisa *FINANSIJE* Bogoljub Lazarević, koji je gotovo pune tri decenije bio na dužnostima člana Uređivačkog odbora i gotovo toliko i glavni i odgovorni urednik.

U broju 11-12. objavljen je novi sastav Izdavačkog saveta, Uređivačkog odbora i izvršeno imenovanje glavnog i odgovornog urednika i njegovog zamenika.

U Izdavački savet imenovani su: Danilo Aleksić, Mladen Bačlić, Ksente Bogoev, Milutin Ćirović, Jože Florijančić /predsednik/, Boško Golijanin, Milan Golijanin, Dragutin Grupković, Zoran Jašić, Dragan Jevtić, Božidar Jelčić, Slobodan Jovanović, Tihomir Jovanovski, Slobodan Komazec, Boško Kitaljević, Radovan Marković, Petar

---

## FINANSIJE

Milanović, Milovan Milutinović, Božo Novoselac, Viden Pančić, Aleksandar Perić (zamenik predsednika), Miroslav Petrović, Dragutin Racić, Ivan Ribnikar, Davor Savin, Asim Strnjak, Milan Tavčar, Momčilo Tomić, Dražena Tomljenović.

Za članove Uređivačkog odbora izabrani su: Milutin Ćirović, Milan Golijanin, Dragutin Grupković, Pero Jurković, Božo Novoselac (zamenik glavnog i odgovornog urednika), Miroslav Petrović, Davor Savin, Momčilo Tomić. Za glavnog i odgovornog urednika časopisa izabran je Miroslav PETROVIĆ. Dužnost urednika i dalje vrši **Dušan Gvozdrenović**.

**1988.** Od broja 11-12. u funkciji su novi organi časopisa. Za članove Izdavačkog saveta imenovani su: Ksente Bogoev, Stojan Dabić, Ismet Dautbašić, Branko Dragaš, Dragiša Đoković, Dušan Đorđević, Milan Golijanin, Dušan Gvozdrenović, Garip Hadžini, Božidar Jelčić, Pero Jurković (zamenik predsednika), Milovan Milutinović, Božo Novoselac, Vuk Ognjanović, Slobodan Ostojić, Viden Pančić, Aleksandar Perić, Miroslav Petrović, Davor Pojatina, Dejan Popović, Davor Savin, Slavoljub Stanić, Đura Stevanović, Dragoljub Stojanov, Ljubica Teslić-Nadlački (predsednik), Predrag Trifunović, Lado Rupnik, Berisav Vlaho, Milivoje Vujačić, Predrag Vukadinović.

U Uređivački odbor izabrani su: Milan Golijanin, Dušan Gvozdrenović, Božidar Jelačić, Božo Novoselac (zamenik glavnog i odgovornog urednika),

Vuk Ognjanović, Miroslav Petrović, Davor Savin, Slavoljub Stanić.

Za v.d. glavnog i odgovornog urednika imenovan je Vuk Ognjanović.

**1989.** Po zakonom utvrđenoj proceduri izbora, od broja 5-6. glavni i odgovorni urednik časopisa *FINANSIJE* je Vuk OGNJANOVIĆ. U istom broju časopisa u kome je to objavljeno, publikovana je Programska koncepcija časopisa, koju je, na predlog Uređivačkog odbora usvojio Izdavački savet.

**1991.** Od broja 1-2. uvedene su brojne novine u uređivačkom i tehničkom pogledu: moderniji oblik uređivanja i štampanja tekstova, rezime radova i prevod rezimea na engleski jezik, sa držaj broja i na engleskom jeziku, neznatno inoviran izgled korica: osnova - svetlozelena boja, isti logo tamnocrvene boje, stilizovano slovo „F“ koje se sastoji od pet tankih belih linija.

Počev od broja 3-4. urednik časopisa je **Jasmina Knežević** a **Dušan Gvozdrenović** prihvata funkciju urednika *BILTENA – službenih objašnjenja i stručnih mišljenja za primenu finansijskih propisa – promenjeni naziv Objasnjenja Saveznog sekretarijata za poslove finansija*. Glavni i odgovorni urednik *Biltena* je i dalje Viden PANČIĆ.

**1992.** Od broja 5-6. izvršene su delimične izmene u sastavu Izdavačkog saveta i Uređivačkog odbora i imenovan je novi urednik časopisa.

Članovi izmenjenog Izdavačkog saveta su: Stojan Dabić, Branko Dragaš,

Dragiša Đoković, Anđa Petrović, Milan Golijanin, Vesna Đukić, Garip Hdžini, Milovan Milutinović, Božo Novoselac, Vuk Ognjanović, Slobodan Ostojić, Viden Pančić, Aleksandar Perić, Miroslav Petrović, Dejan Popović, Davor Savin, Slavoljub Stanić, Dagan Karanović, Ljubica Teslić-Nadlački (predsednik), Predrag Trifunović, Milivoje Vujačić.

Članovi izmenjenog Uređivačkog odbora su: Milan Golijanin, Milivoje Vujačić, Vesna Đukić, Božo Novoselac (zamenik glavnog i odgovornog urednika), Vuk Ognjanović (glavni i odgovorni urednik), Miroslav Petrović, Davor Savin, Slavoljub Stanić.

Novi urednik časopisa je **Vesna Đukić**.

**1993.** Zbog izraženih teškoća u poslovanju, Novinsko-izdavačko preduzeće „Privredni pregled“ je preuzet od strane Poslovnog sistema „Grmeč“. Time časopis *FINANSIJE* i njegov dodatak *BILTEN službenih objašnjenja i stručnih mišljenja za primenu finansijskih propisa* dobijaju novog izdavača – PS „Grmeč“. Uredništvo časopisa ostaje nepromenjeno a novi urednik *BILTENA* je **Miroslava Nikolić**.

Tokom iste godine, članovi Uređivačkog odbora Milan Golijanin i Božo Novoselac, obezbeđuju sponzorstvo časopisu u vrednosti od 2.500 DM, u periodu kada je prosečna plata u Jugoslaviji imala vrednost pet DM. Sponzori časopisa su: Kreditna banka Beograd, Privredna banka Beograd, Jugobanka DD, Beogradska berza. Sticajem okolnosti, zbog nerešenih organizacio-

nih odnosa, ova sredstva koristi PS „Grmeč“ i njima časopis ne raspolaže.

U periodu razorne hiperinflacije, autori i saradnici časopisa daju svoje autorske radove na objavljivanje, radeći bez ikakvog honorara. Zahvaljujući njima, časopis *FINANSIJE* je jedini časopis u nas koji je u ovom periodu sačuvalao puni kontinuitet izlaženja.

**26. 1. 1996.** godine, svečano je obeležen jubilej časopisa *FINANSIJE* – pedesetogodišnjica izlaženja. Proslava je održana u prostorijama Invest banke, Terazije 7, gde su pored članova Uređivačkog odbora i predstavnika Izdavača, prisustvovali brojni nekadašnji i aktuelni autori i saradnici bez čijeg se zalaganja i rada časopis nije mogao održati. Tom prilikom promovisan je jubilarni broj časopisa čija je tema „Aktuelni problemi jugoslovenskih finansija sredinom devedesetih godina“ i dodeljene su plakete zahvalnice pojedincima koji su svojim radom, ugledom i autoritetom uložili u periodu pedeset godina izlaženja časopisa.

U ovom broju publikovan je „Registar autora i njihovih objavljenih radova od 1976-1996. godine“ i „Hronologija izlaženja časopisa od njegovog nastanka“.

Jubilarni broj časopisa publikovan je u izmenjenom dizajnu: korice časopisa su tamnoplave sa stilizovanim slovom „F“ u boji zlata. Logo časopisa je ostao neizmenjen, tamnocrvene boje. Uređivački odbor je odlučio da se ovaj dizajn i dalje zadrži, samo je stilizovano slovo „F“ u beloj boji.

Povodom jubileja časopisa, članove Uređivačkog odbora primili su predsed-

nik Vlade SR Jugoslavije Radoje Kontić i savezni ministar finansija Jovan Zebić.

**29. II 1996.** godine, iznenada je preminuo prof. dr Milan Golijanin, uvaženi član Uređivačkog odbora časopisa *FINANSIJE*. Vrhunski stručnjak u oblasti bankarstva, dragoceni saradnik i nesebični prijatelj, ostavio je dubok trag u sećanju svih koji su ga poznavali. Njegov predani rad predstavlja nemerljiv doprinos obezbeđivanju visokog ranga ovog časopisa u stručnoj i naučnoj javnosti

**1997.** godine, na sastanku Uređivačkog odbora (30. I 1997) odlučeno je da u časopisu *FINANSIJE*, u skladu sa postojećim Zakonom o informisanju, institucija Izdavačkog saveta prestane da postoji. U sastav Uređivačkog odbora, umesto Milana Golijanina i Slavoljuba Stanića, izabrani su Dušan Jakovljević i Miodrag Arsić. Ove promene nalazimo zabeležene u impresumu časopisa od broja 1-2/1997.

**23. IX 1997.** godine, preminuo je prof. dr Miroslav Petrović koji je tridesetčetiri godine bio član Uređivačkog odbora a šest godina glavni i odgovorni urednik časopisa. Za svo to vreme davao je pečat vrhunskog stručnjaka, prihvatao najteže redakcijske zadatke i posvećivao veliku pažnju afirmaciji mladih autora i saradnika časopisa.

**1998.** Od broja 3-4/1998. impresum časopisa sadrži imena novih članova Uređivačkog odbora. Novi članovi Uređivačkog odbora su:

Mileta Babović, Milašin Borojević, Predrag Goranović, Ljubomir Lazić, Dejan Popović, Žarko Ristić, Pava Zečević, Aleksandar Živković. Davoru Savinu i dr Milivoju Vujačiću prestaje članstvo u Uređivačkom odboru časopisa.

**1999.** U uslovima ratnog stanja, prvi put u svom postojanju, časopis *FINANSIJE* je publikovan kao četvorobroj: 3-6/99. Bez obzira na svakodnevno tromešno bombardovanje, autori šalju svoje priloge, redakcija ne prestaje sa radom, i časopis nastavlja redovno izlaženje.

**2001.** Izdavač časopisa je ponovo „Privredni pregled“ kao Društvo sa ograničenom odgovornošću u okviru PS „Grmeč“.

**2002.** Zbog sve težih ekonomsko-finansijskih uslova za postojanje časopisa, Savezno ministarstvo finansija u svojstvu osnivača časopisa, raskida Sporazum o izdavanju časopisa sa izdavačem „Privrednim pregledom“. Usledili su brojni pokušaji da se nađe institucija koja bi prihvatila izdavanje časopisa. Pregovori u kojima učestvuju Miodrag Arsić, delegiran od strane Jovana Rankovića, tadašnjeg saveznog ministra finansija i Vesna Đukić, urednik časopisa, obavljani su sa rukovodstvom Instituta za međunarodnu politiku i privredu, Instituta za ekonomiku i finansije, Komisije za hartije od vrednosti, Institutom G-17, koji, u tadašnjim uslovima nisu bili spremni da prihvate izdavanje časopisa. Udruženje građana, pod nazivom „Udruženje za unapređenje poslovnih komunikacija“ i njegov

predsednik Miroslav Raičević, prihvataju da podrže časopis i njegovo publikovanje i, nakon potpisivanja uzajamnih sporazuma (Savezno ministarstvo finansija i „Udruženje za unapređivanje poslovnih komunikacija“), časopis publikuje novi izdavač. Od broja 1-2/2002. pa do kraja tekuće kalendarske godine Uređivački odbor čine: Miodrag Arsić, Blagoje Babić, Vesna Đukić, Mladen Kovačević, Cvijeta Mijatović, Dragovan Milićević, Božo Novoselac, Slavica Penev, Miroslav Raičević. Vukojica Ščekić (predsednik). Glavni i odgovorni urednik časopisa je Miroslav RAIČEVIĆ. Urednik časopisa je **Vesna Đukić**.

U ovom periodu, dizajn korica je inoviran, boje ostaju iste (tamnoplava podloga, tamnocrveni logo), stilizovano slovo „F“ je u boji zlata, u pozadini je u negativu fotos Narodne skupštine. Dizajner korica je Julijana Tomović-Stojanović.

Novčana sredstva potrebna za izdavanje časopisa (sredstva za honorare autorima i saradnicima, nadoknada za rad urednika, rad u administraciji, štamparski troškovi), obezbeđuju se iz pretplate za časopis *FINANSIJE*. Neophodna početna novčana sredstva, od dvadeset pet godišnjih pretplata, uplaćuje Biblioteka Narodne banke Jugoslavije čiji je upravnik Nada Tomić. Sve administrativne poslove za časopis predano obavlja Sanja Živanović.

Tokom ovog perioda, Vesna Đukić započinje neformalne pregovore sa Milom Jezdimirović, tadašnjim pomoćnikom ministra finansija i ekonomije Republike Srbije, o mogućnosti da ovo

ministarstvo preuzme osnivačka i izdavačka prava časopisa *FINANSIJE*, od Saveznog ministarstva finansija. Samim tim bi časopis postao glasilo Ministarstva finansija i ekonomije i imao realnu i čvrstu osnovu svog postojanja. Ovu ideju podržava prof. dr Dejan Popović, zamenik ministra, prihvata je Kolegijum ministarstva i započinje se sa procesom realizacije preuzimanja časopisa *FINANSIJE*.

**2003.** U skladu sa Ustavnom poveljom o prenošenju nadležnosti sa saveznih na republičke organe, Ministarstvo finansija i ekonomije Republike Srbije preuzima osnivačka prava časopisa *FINANSIJE* i njegovog priloga *BILTEN – Službena objašnjenja i stručna mišljenja za primenu finansijskih propisa* od Saveznog ministarstva finansija. Potpisnici Sporazuma o prenosu osnivačkih prava su savezni ministar finansija Veroljub Dugalić i ministar finansija i ekonomije Republike Srbije Božidar Đelić.

Pripremu i proceduru preuzimanja časopisa i njegovog priloga vode Vesna Đukić, Mila Jezdimirović, Aleksandra Drecun i Jelena Zekić.

Ministarstvo finansija i ekonomije Republike Srbije donosi Rešenje o preuzimanju osnivačkih i izdavačkih prava i obaveza časopisa *FINANSIJE* i njegovog priloga *BILTEN - Službena objašnjenja i stručna mišljenja za primenu finansijskih propisa*.

Na konstitutivnoj sednici Uređivačkog odbora izabrani su glavni i odgovorni urednik časopisa Dušan VUJOVIĆ, zamenik glavnog i odgovornog urednika Dejan POPOVIĆ,

urednik **Vesna Đukić** i članovi Uređivačkog odbora: Veroljub Dugalić, Vesna Đukić, Gordana Ilić-Popov, Pavle Petrović, Dejan Popović, Božidar Raičević, Nebojša Savić, Nikola Stevanović, Kata Škarić, Dušan Vujović, Boško Živković. Šire članstvo Uređivačkog odbora čine: Mihail Arandarenko, Miodrag Arsić, Boris Begović, Aleksandra Jovanović, Milena Jovičić, Boško Mijatović, Branko Milanović, Božo Novoselac, Željko Šević.

Glavni i odgovorni urednik priloga *BILTEN- Službena objašnjenja i stručna mišljenja za primenu finansijskih propisa* je zamenik ministra finansija i ekonomije Republike Srbije (po funkciji). Urednik je **Jasmina Knežević**.

Dizajn korica časopisa *FINANSIJE* je reduciran u odnosu na prethodni. Boga korica je tamnoplava sa tamnocrvenim logom.

Cilj ministarstva kao izdavača časopisa je da programskom koncepcijom časopisa omogući povezivanje najaktuelnijih teorijskih i praktičnih problema iz oblasti javnih, monetarnih i poslovnih finansija. Time bi naučna i stručna javnost ostvarila mogućnost sadržajnijeg i efikasnijeg informisanja i edukovanja.

**2014.** U toku ove godine, prof. dr Dušan VUJOVIĆ, glavni i odgovorni urednik časopisa *FINANSIJE*, izabran je za ministra finansija Republike Srbije. Time postaje rukovodilac organa koji je izdavač časopisa. Krajem godine, Vesna Đukić, urednik časopisa *FINANSIJE* odlazi u penziju. Postojeća struktura Uređivačkog odbora koju čine: glavni i odgovorni urednik časopisa prof. dr Dušan VUJOVIĆ, zamenik glavnog i odgovornog urednika prof. dr Dejan POPOVIĆ, članovi Uređivačkog odbora: prof. dr Veroljub Dugalić, mr Vesna Đukić, prof. dr Gordana Ilić-Popov, prof. dr Pavle Petrović, prof. dr Dejan Popović, prof. dr Božidar Raičević, prof. dr Nebojša Savić, prof. dr Nikola Stevanović, prof. dr Kata Škarić, prof. dr Dušan Vujović, prof. dr Boško Živković, prof. dr Mihail Arandarenko, Miodrag Arsić, prof. dr Boris Begović, prof. dr Aleksandra Jovanović, prof. dr Milena Jovičić, prof. dr Boško Mijatović, dr Branko Milanović, Božo Novoselac, prof. dr Željko Šević, ostaje neizmjenjena.



### UPUTSTVO ZA PRIPREMU RADOVA ZA OBJAVLJIVANJE U ČASOPISU *FINANSIJE*

Poštovani autori,

U ovom uputstvu je opisano na koji način treba pripremiti radove za objavljivanje u časopisu *FINANSIJE*:

- Radove pisati na srpskom (latinica) ili engleskom jeziku;
- Font je Times New Roman (Latin) veličine 12 cicera za osnovni tekst i 10 za fusnote;
- Rad pisati koristeći MS Word za Windows (tastatura za srpsku latinicu) ili neki od kompatibilnih programa za pripremu teksta;
- Radovi se dostavljaju obavezno u elektronskom obliku (na disketi ili kao dodatak elektronskoj pošti) i, poželjno, odštampani u dva primerka;
- Standardni format stranice je A-4;

Naslovi i podnaslovi:

- Glavni naslov rada piše se na sredini prve stranice rukopisa na srpskom (verzal 18 cicera), a ispod njega naslov na engleskom jeziku (verzal 16 cicera);
- Ime i prezime autora, pišu se ispod naslova (verzal 14 cicera); naziv i mesto institucije autora daju se u produžetku imena autora.
- Posle naslova rada i imena autora, napisati kratak rezime (5-10 redova) na srpskom i na engleskom jeziku;
- Ispod svakog rezimea (na srpskom i engleskom) navesti ključne reči (verzal).

Literatura:

- U spisku literature, na kraju rada, reference se daju po sledećem primeru:

Debreu, G. [1959]. Theory of value, Yale University Press, New Haven, p. 23.

Jovanović, D. [2002] „Finansiranje privrednog razvoja i modeli rasta“, *Finansije*, br. 3-4/2002. str. 12-23.

- Literatura u tekstu i fusnotama navodi se po imenu prvog autora ili institucije koja je izdala publikaciju i godini izdanja u uglastim zagradama, na primer, Debreu [1959] ili Jovanović [2002];

Nadamo se da ćete preporučena uputstva koristiti i unapred vam se zahvaljujemo.

Uređivački odbor časopisa *FINANSIJE*

CIP – Katalogizacija u publikaciji Narodna biblioteka Srbije, Beograd  
336

FINANSIJE: časopis za teoriju i praksu finansija/ Glavni i odgovorni urednik: Dušan  
Vujović. –Godina1. br. 1 (1946.) – Beograd: Ministarstvo finansija Republike  
Srbije, 1946. -24 cm.

ISSN 0015 – 2145 – Finansije  
COBISS. SR-ID 36631