

UNIVERZITET U BEOGRADU
FAKULTET POLITIČKIH NAUKA

Mr Rade M. Rakočević

**UTICAJ SVJETSKOG TRŽIŠTA KAPITALA NA
TRŽIŠTE KAPITALA U SRBIJI**

doktorska disertacija

Beograd, 2016

UNIVERSITY OF BELGRADE
FACULTY OF POLITICAL SCIENCES

Rade M. Rakočević, Mphil

**THE IMPACT OF GLOBAL CAPITAL MARKETS ON
THE CAPITAL MARKET IN SERBIA**

Doctoral Dissertation

Belgrade, 2016

Mentor

Prof. dr Branko Vasiljević, redovni profesor, Univerzitet u Beogradu - Fakultet političkih nauka

Članovi komisije

Prof. dr Ivan Vujačić, vanredni profesor, Univerzitet u Beogradu - Ekonomski fakultet

Prof. dr Srđan Marinković, redovni profesor, Univerzitet u Nišu - Ekonomski fakultet

Datum odbrane:

UTICAJ SVJETSKOG TRŽIŠTA KAPITALA NA TRŽIŠTE KAPITALA U SRBIJI

REZIME:

Doktorska disertacija “Uticaj svjetskog tržišta kapitala na tržište kapitala u Srbiji” bavi se istraživanjem uticaja svjetskog tržišta kapitala na srpsko tržište kapitala u periodu od 2000-2015. godine.

Uporedo sa ponovnim razvojem trgovine akcijama u Srbiji od 2001. godine, odvijao se i proces tranzicije srpskog tržišta kapitala, prije svega kroz proces reformi regulative, kao i kroz reformu institucija i pojavu novih tržišnih učesnika. Uticaj globalnog tržišta kapitala se ogledao u sprovođenju svih ovih reformi, koje su zaokružile pravni okvir za funkcionisanje srpskog tržišta kapitala u skladu sa svjetskim standarima, kao i kroz prisustvo stranih portfolio investitora, prije svih stranih investicionih fondova, koji su u niskom nivou razvijenosti srpskog tržišta kapitala vidjeli svoju šansu za visoke profitne stope.

U 2008. godini, globalno tržište kapitala je bilo pogođeno efektima hipotekarne krize u Sjedinjenim Američkim Državama, koji su potresli čitav svijet, uključujući i Srbiju. Međutim, izuzetno visoke stope rasta berzanskih cijena u Srbiji u prethodnom periodu, dovele su do formiranja nezavisnog berzanskog balona u Srbiji, koji je već počeo svoj silazni trend prije izbijanja svjetske finansijske krize.

Pad vrijednosti indeksa Beogradske berze od 90%, predstavljao je jedan od najvećih gubitaka na globalnom tržištu kapitala. Upravo činjenica da je pad berzanskih cijena počeo prije pojave globalne finansijske krize, a da su ga njeni efekti, kroz povlačenje stranih investitora sa Beogradske berze, dodatno intenzivirali, predstavlja objašnjenje dimenzija berzanskog kolapsa u Srbiji i uticaja svjetskog tržišta kapitala.

Iako su organizaciono i regulatorno ispunjeni svi standardi razvijenog tržišta kapitala, nedostatak povjerenja investitora, i to prije svih domaćih investitora, danas predstavlja ključni problem koji je nalazi pred srpskim tržištem kapitala. Samo uz vraćanje tog povjerenja i snažno regionalno povezivanje tržišta kapitala, ono može nastaviti svoj razvoj i spremno dočekati potencijalne buduće finansijske krize.

Ključne riječi: *finansijsko tržište, tržište kapitala, tržište akcija, svjetska finansijska kriza, srpsko tržište kapitala, Beogradska berza, strani investitori*

Naučna oblast: *Političke nauke*

Uža naučna oblast: *Politička ekonomija i finansije*

UDK:

336.02(043.3)

339.72(100)

339.1(497.1)

THE IMPACT OF GLOBAL CAPITAL MARKETS ON THE CAPITAL MARKET IN SERBIA

ABSTRACT:

Doctoral dissertation “The Impact of Global Capital Markets on the Capital Market in Serbia” analyse the impact of the global capital market on Serbian capital market between 2000 and 2015.

Simultaneously with the renewed development of stock market in Serbia since 2001, Serbian capital market has also been in the process of transition, before all through the process of regulation reforms, as well as through reforms of institutions and introduction of new participants on the market. The influence of the global capital market was seen in implementation of all these reforms, which completed the legal framework for operation of Serbian capital market in coherence with world standards, as well as through the presence of foreign portfolio investors, above all foreign investment funds, who saw their chance for high profit margins in the low level of development of Serbian capital market.

In 2008, the global capital market was hit by the effects of the Subprime crisis in the United States of America, which shook the whole world, including Serbia. However, extremely high increase of stock market prices in Serbia in the previous period created an independent stock market bubble in Serbia, which had already started its decline before the onset of the global financial crisis.

The drop in the value of Belgrade Stock Exchange indexes of 90% represented one of the biggest losses at the global capital market during 2007-2009 period. The very fact that the drop in stock exchange prices started before the global financial crisis, and that its effects, through withdrawal of foreign investors from the Belgrade Stock Exchange, additionally

intensified it, represents the explanation of the scope of stock exchange collapse in Serbia and the influence of the world capital market.

Even though, organizationally and regulatively, all standards of a developed capital market are fulfilled, lack of trust by the investors, above all domestic investors, represents the key problem for Serbian capital market today. Only by regaining that trust and strong regional connections among capital markets it can persist on his development path and be prepared for future potential crises situations.

Key words: financial market, capital market, stock market, world financial crisis, Serbian capital market, Belgrade Stock Exchange, foreign investors

Scientific field: Political sciences

Scientific subfield: Political economy and finance

UDC:

336.02(043.3)

339.72(100)

339.1(497.1)

SADRŽAJ:

UVOD.....	1
1. <i>Interakcija svjetskog tržišta kapitala i tržišta kapitala zemalja u razvoju.....</i>	10
1.1. <i>Pojam i karakter globalnog tržišta kapitala</i>	10
1.2. <i>Karakteristike tržišta kapitala u zemljama u razvoju</i>	39
1.3. <i>Transmisioni kanali uticaja globalnog tržišta kapitala na tržišta kapitala zemalja u razvoju.....</i>	52
1.3.1. <i>Privatizacija</i>	54
1.3.2. <i>Portfolio investicije</i>	64
1.3.3. <i>Regulatorni mehanizmi</i>	66
1.3.4. <i>Krizni elementi</i>	73
2. <i>Tranzicija tržišta kapitala u Srbiji od 2000 – 2007. godine</i>	77
2.1. <i>Uslovi u kojima se razvijalo tržište kapitala u Srbiji</i>	79
2.2. <i>Uticaj sistemskih faktora i faktora vezanih za tržište kapitala u Srbiji.....</i>	89
2.3. <i>Reforma srpskog tržišta kapitala u periodu 2000-2007. godine.....</i>	109
2.3.1. <i>Reforma regulative.....</i>	110
2.3.2. <i>Reforma institucija.....</i>	116
2.3.3. <i>Reforma svojinskih odnosa</i>	121
2.4. <i>Uticaj svjetskog tržišta kapitala na domaće tržište kapitala.....</i>	125
2.4.1. <i>Transmisioni kanali uticaja globalnog tržišta kapitala na tržište kapitala u Srbiji .</i>	129

3.	<i>Uzroci i manifestacije svjetskih finansijskih kriza</i>	138
3.1.	<i>Finansijska kriza – pojam i vrste</i>	138
3.2.	<i>Istorijski prikaz uzroka i posljedica finansijskih kriza</i>	151
3.3.	<i>Svjetska finansijska kriza iz 2008. godine – uzroci i posljedice</i>	174
3.3.1.	<i>Uzroci svjetske finansijske krize iz 2008. godine</i>	176
3.3.2.	<i>Posljedice svjetske finansijske krize iz 2008. godine</i>	203
3.3.3.	<i>Internacionalizacija finansijske krize iz 2008. godine</i>	219
3.3.4.	<i>Uticao svjetske finansijske krize na tržišta kapitala u drugim zemljama</i>	239
3.3.5.	<i>Regulatorni odgovor na svjetsku finansijsku krizu</i>	255
4.	<i>Posljedice svjetske finansijske krize iz 2008. godine - slučaj Srbije</i>	270
4.1.	<i>Uticao svjetske finansijske krize iz 2008. godine na makroekonomsku situaciju u Srbiji</i>	274
4.2.	<i>Regulatorni odgovor na svjetsku finansijsku krizu u Srbiji</i>	291
4.3.	<i>Transmisioni kanali preliivanja krize na srpsko tržište kapitala</i>	309
4.4.	<i>Reakcija srpskog tržišta kapitala na svjetsku finansijsku krizu</i>	318
4.5.	<i>Regulatorni odgovor na krizu tržišta kapitala u Srbiji</i>	369
5.	<i>Analiza relacija između globalnog i domaćeg tržišta kapitala</i>	378
5.1.	<i>Sprečavanje uvoza budućih kriza na srpsko tržište kapitala</i>	387
5.2.	<i>Tranzicija srpskog tržišta kapitala</i>	392
	ZAKLJUČAK	399
	LITERATURA	405

<i>PRILOZI</i>	436
<i>BIOGRAFIJA KANDIDATA</i>	440

UVOD

Ne postoji mnogo stvari oko kojih se ekonomisti različitih profila mogu složiti, kao što je značaj razvijenog tržišta kapitala za društveni i ekonomski sistem jedne zemlje. Već više od stoljeća prisutno u razvijenim ekonomijama, sigurno je podjednako doprinelo razvoju tih ekonomija, kao što su i te ekonomije učinile svoje berze tako uspješnim.

Tržišta kapitala u zemljama Centralne i Istočne Evrope su, poslije višedecenijske pauze zbog komunističkog društvenog i privrednog sistema uspostavljenog poslije Drugog svjetskog rata, ponovo počela da se formiraju tokom devedesetih godina prošlog vijeka, kao sastavni dio procesa tranzicije i reformskih promjena koje su uslijedile sa dolaskom na vlast demokratskih političkih opcija. Ključnu ulogu u početnoj fazi razvoja ovih tržišta imali su procesi privatizacije koji su, neki manje a neki više, pomogli formiranju baze emitenata i hartije od vrednosti za aktivno trgovanje na berzama. Privreda Srbije je takođe pretrpjela značajne promjene, ubrzavanje i sveobuhvatnost procesa privatizacije predstavljala je glavni zamajac privrednih promjena. Bankarski sektor je takođe pretrpio značajne promjene. U njemu su strane banke preuzele značajni dio tržišnog učešća, s velikim osloncem na svoje centrale u Zapadnoj Evropi. Strane devizne investicije, kao bitan izvor dodatnih sredstava za investicije i potrošnju, nisu nastavile da rastu poslije nekoliko obećavajućih godina, a rast bruto društvenog proizvoda Srbije nije se zadržavao na dovoljno visokom nivou za intenzivniji privredni razvoj i očekivane reforme.

Beogradska berza, koja je osnovana još 1894. godine, u svojim prvih pola vijeka poslovanja stekla je značajan ugled i bila priznata i van granica zemlje. Od 1992. godine, kada ponovo počinje da posluje pod tim imenom poslije pola vijeka pauze, postaje u početku mjesto na kojem se trgovalo kratkoročnim dužničkim hartijama od vrijednosti i novcem, da bi od 2001. godine ponovo počela aktivna trgovina akcijama. Pravi zamajac stigao je sa omasovljenjem procesa privatizacije, kao i zakonskim rješenjem da se akcijama akcionarskih društava može trgovati isključivo preko berze. Tako je do kraja 2008. godine više od 2.000 kompanija bilo listirano na Beogradskoj berzi, sa tržišnom kapitalizacijom od

više od 16 milijardi evra krajem 2007. godine. Ovaj rast došao je kao posljedica velikog rasta ponude akcija, kao i visokog rasta berzanskih cijena. Najzaslužniji za ubrzani rast cijena i prometa bili su strani portfolio investitori, koji su već 2002. godine, s početkom kontinuirane berzanske trgovine, počeli da investiraju značajne sume novca u srpske kompanije. Takođe, oni su donijeli i korporativne navike, koje su zbunjivale domaće menadžere u vodećim srpskim kompanijama (npr. tražili su sastanke s menadžmentom kompanija kako bi se upoznali s poslovnim planovima kompanija iz njihovog portfelja, što se u Srbiji doživljavalo kao otkrivanje poslovne tajne).

U istom periodu, višak likvidnosti postao je globalni trend i ulaganja u rizične zemlje poput Srbije imala su svoje zainteresovane ulagače. Sjedinjene Američke Države su bile usred velikog rasta tržišta nekretnina, podstaknutog od strane investicionih banaka i hipotekarnih kreditnih kompanija. Finansijski derivati zasnovani na drugorazrednim hipotekarnim kreditima nalazili su svoje kupce u redovima najvećih svjetskih banaka i osiguravajućih društava. Međutim, taj balon je postao prevelik i s prvom korekcijom cijena nekretnina naniže i kašnjenjem u otplati hipotekarnih kredita od strane nekvalitetnih dužnika počeli su problemi s naplatom tih kredita, kao i derivatnih hartija od vrijednosti, kojima su hipotekarni krediti bili osnova emitovanja. To je otvorilo spiralu bankrotstva na svim nivoima, od stanovništva, preko kreditnih kompanija, pa do vodećih svjetskih investicionih banaka kao što su Ber Štern i Liman braders. Kriza, koja je Njujoršku berzu akcija oborila na polovinu svoje vrijednosti, proširila se i na Evropu i na čitav svijet, izazivajući velike potrese na svim svjetskim tržištima.

Srpska privreda nije ostvarila planirane reforme i svjetsku finansijsku krizu dočekala je sa nedovoljnim nivoom stranih direktnih investicija, visokom stopom nezaposlenosti i niskim stopama rasta bruto društvenog proizvoda i izvoza. Udarac koji je svjetska kriza donijela našoj privredi stigao je preko bankarskog sistema i dodatnog smanjenja stranih investicija i rasta nezaposlenosti. Reakcijama Narodne banke Srbije i Ministarstva finansija Republike Srbije, u saradnji s Međunarodnim monetarnim fondom i Svjetskom bankom, limitirani su uticaji globalne krize, ali su značajno doprinijeli ulasku srpske privrede u recesiju 2008-2009. godine.

Beogradska berza je, kao i naša privreda, već bila u problemu koji se nije jasno nazirao. Veliko učešće stranih investitora u trgovini akcijama predstavljalo je rizik od pada tržišta ukoliko se oni povuku, kao što je bio scenario tokom Ruske krize. Sa druge strane, domaći investitori počeli su ozbiljnije da investiraju na Beogradsku berzu tek u 2007. godini, ali je njihovo učešće bilo nedovoljno za eventualnu supstituciju stranih ulagača. Pojava domaćih investicionih fondova bila je prava vijest za srpsko tržište kapitala, ali je vremenski momenat bio najgori mogući. Pritisnuti krizom na svojim domicilnim tržištima, strani investitori su počeli da obaraju berzanske cijene, forsirajući prodaju svojih udjela u što kraćem roku. Kao kupci pojavili su se upravo domaći privatni i institucionalni investitori, koji su preuzeli pakete akcija po cijenama koje će za godinu dana vrijediti nekoliko puta manje. Uslijedio je sunovrat cijena i prometa, koji je prepolovio broj brokerskih kuća i sve učesnike na tržištu kapitala doveo do velikih gubitaka.

I poslije smirivanje globalne krize i oporavka berzi po svijetu, Beogradska berza nije uspjela da se vrati na nivo prije krize nego je ostala da stagnira na nivou koji iznosi 10-15% prometa od prije 2008. godine. Povlačenje stranih investitora i svjetski finansijski potres sigurno su bili veoma bitni za ovaj sunovrat berze u Beogradu, ali nisu jedini krivci za to stanje. Zasnovana na potrebama koncentracije vlasništva u privatizovanim kompanijama, berza nikad nije uspjela da postavi zdrave temelje svom sistemu i nije postala mjesto na kojem se listiraju nove kompanije. Pored toga, sve berze na području Balkana prošle su skoro identičan put kao Beogradska berza, s malim brojem kvalitetnog tržišnog materijala, niskom bazom domaćih investitora i značajnom ulogom stranih ulagača. U periodu od 2000. do 2007. godine ove berze su imale visoke stope rasta koje su se pretvorile u balkanski berzanski balon, koji je formiran uz presudan uticaj stranih investitora. Ovaj balon je na svim tim tržištima eksplodirao skoro istovremeno tokom 2008. godine, izazivajući pad berzanskih indeksa za 60-80%, ali su globalni tokovi samo ubrzali proces pucanja ovog regionalnog balona, koji je već počeo prije nego što su se efekti svjetskih berzanskih lomova osjetili u našem regionu.

Srpsko tržište kapitala je, u periodu kada je srpska privreda ušla u tranziciju i reformu, takođe ušlo u proces tranzicije, iz stanja praktično nepostojećeg tržišta kapitala (finansijsko

tržište se svodilo na tržište novca i kratkoročnih hartija od vrijednosti) u tržište kapitala sa akcijama privatizovanih preduzeća i obveznicama stare devizne štednje. Spremnost našeg tržišta akcija za ovaj istorijski korak bila je na veoma niskom nivou, kako u tehničkom i organizacionom, tako i u kadrovskom smislu. Inostrani portfolio investitori su, kao najvažniji kanal transmisije uticaja globalnog tržišta kapitala na srpsko tržište kapitala, ovo tržište posmatrali kao još jedno u nizu tržišta kapitala koje ima sličan model razvoja koji su oni već vidjeli u zemljama Centralne i Istočne Evrope i nizak nivo razvoja srpskog tržišta kapitala uklapao se u njihovu investicionu strategiju. Upravo je početak razvoja tržišta kapitala u Srbiji predstavljao osnovni razlog za njihovu aktivnu ulogu u berzanskoj kupovini u periodu od 2002. do 2007. godine, u okolnostima tranzicionih previranja u društvu u Srbiji jer se tu nalazila i jasna prilika za visoke stope profita. Strani investitori su imali “stomak“ za tranziciju srpskog društva, privrede i tržišta kapitala i iskoristili su ga na način koji su primjenjivali i na drugim tržištima.

Prema ostvarenim rezultatima, veličini tržišne kapitalizacije i prometa u 2006-2007. godini, srpsko tržište kapitala izgledalo je mnogo razvijenije nego što je zaista bilo. Sama činjenica da su prvi investicioni i penzioni fondovi počeli s radom tokom 2007. godine, kada je već počeo silazni trend na srpskom tržištu kapitala, pokazuje da je nerazvijenost srpskog tržišta bila jedan od ključnih faktora dubine i intenziteta berzanske krize. Beogradska berza nije ni dobila priliku da preuzme značajniju ulogu u srpskoj ekonomiji, kao što joj je pripadalo, i to je predstavljao veliki gubitak kako za tržište kapitala, tako i za privredu Srbije.

Može se reći da prava tranzicija srpskog tržišta kapitala tek predstoji jer ono sada mora da nađe svoj novi pravac, van uloge servisa za koncentraciju vlasništva za kompanije iz privatizacionih procesa, s veoma niskim prometom i malim brojem kvalitetnih kompanija na listingu, ali i sa 15 godina iskustva u periodima uspona i periodima krize, “i u dobru i u zlu”. Regionalno povezivanje sa drugim berzama predstavlja jedan od temelja te tranzicije, prve inicijalne javne ponude na Beogradskoj berzi treba tražiti među privatnim kompanijama, ne kod državnih firmi, još kvalitetnije informisanje javnosti o poslovnim događajima listiranih kompanija postalo je realnost (istina, kod svega nekoliko firmi, ali i to je bolje nego ranije), sve su to samo neke od mogućnosti koje se nalaze na berzanskom

putu u Srbiji, koje nisu samo spisak želja već i realnost koja je dostupna i koja mora da obezbjedi iskorak na tranzicionom putu. Veoma bitan uslov za ostvarivanje ovih ciljeva je i jačanje domaće baze investitora, za šta sada postoje svi tržišni uslovi, ali preostao je još jedan, ključni faktor, a to je vraćanje povjerenja u institucije tržišta kapitala. Možda će i investitori, poučeni prethodnim iskustvom, ponovo krenuti u investicije na srpsko tržište kapitala, pogotovo u uslovima niskih kamatnih stopa na štednju i malih prinosa od ulaganja u nekretnine, ali to će sigurno biti veoma oprezan i dugotrajan proces u kojem ključnu ulogu imaju finansijski posrednici na srpskom tržištu kapitala: Beogradska berza, berzanski posrednici, investicioni fondovi, penzioni fondovi, osiguravajuće kompanije. Veoma je bitna i uloga Komisije za hartije od vrednosti, Centralnog registra, Ministarstva finansija i Narodne banke Srbije, koji svi imaju svoje mjesto i veoma značajnu ulogu u ponovnom sklapanju mozaika srpskog tržišta kapitala. Jedino tako tranzicija može da se sprovede i samo tako uticaji budućih kriza, koje će se sigurno desiti, mogu da se ublaže i lakše prevaziđu.

Osnovne hipoteze ovog rada vezane su za odnos srpskog tržišta kapitala sa svjetskim tržištem i uticajem promjena na potonjem na našu berzu, u fazama njenog razvoja. Iako tržište kapitala obuhvata tržište vlasničkih hartija od vrijednosti (akcija) i tržište dugoročnih hartija od vrijednosti (obveznica s rokom dospelja dužim od godinu dana) predmet istraživanja biće isključivo organizovano tržište kapitala u Srbiji, odnosno trgovina akcijama na Beogradskoj berzi. Razlog tome je što svjetsko tržište kapitala nije imalo uticaj na vanberzanski promet akcijama, koji se odvijao putem ponuda za preuzimanje akcija i na kojem su učestvovali domaći investitori ili strane multinacionalne kompanije. Vanberzanski promet akcijama uticao je na domaće tržište kapitala tako što je smanjio ponudu kvalitetnih akcija na Beogradskoj berzi tokom 2002-2007. godine, ali listiranje tih kompanija na berzi, da se dogodilo, ne bi imalo suštinskog uticaja na pojavu berzanskog balona i njegovo pucanje već bi ga samo učinilo većim.

Trgovina obveznicama stare devizne štednje, koja je organizovana od strane Republike Srbije, predstavlja dio tržišta kapitala zbog svoje ročnosti i činjenice da se promet obavljao i na Beogradskoj berzi, ali nije imao značajniji uticaj na razvoj tržišta kapitala budući da je

riječ o izmirenju obaveze prema štedišama domaćih banaka koje su otišle u stečaj i za čiju je isplatu garantovala Republika Srbija. Emitovanje srpskih korporativnih ili municipalnih obveznica, koje bi predstavljale pravi instrument tržišta kapitala, a koji bi se koristio za investicione projekte tih emitenata, bilo je prisutno samo sporadično i nije imalo značajniji uticaj na srpsko tržište kapitala. Takođe, strani investitori koji su investirali u obveznice stare devizne štednje nisu prodavali svoje portfelje u srpskim obveznicama u periodu globalne finansijske krize zbog sigurnosti investicije i visokog prinosa koji su te obveznice nosile. Takođe, riječ je o dvije različite grupe stranih investitora koji su ulagali na srpsko tržište akcija i tržište obveznica, tako da nije bilo promjene u njihovim aktivnostima koje su bile prouzrokovane promjenama u strukturi portfelja na srpskom tržištu kapitala.

Od početka trgovine akcijama na Beogradskoj berzi, koje se vremenski poklopilo s periodom visoke globalne likvidnosti, zabilježeno je visoko učešće stranih investitora, i to ne samo iz regiona, što se moglo očekivati, već i velikih investicionih fondova sa više milijardi evra investicionog potencijala iz Skandinavije i Sjedinjenih Američkih Država. U ovom radu će se testirati hipoteza da su rast berzanskog prometa i cijena na Beogradskoj berzi u najvećoj mjeri bili generisani inostranom tražnjom. Takođe, u najvećoj mjeri je i pad berzanskih cijena i prometa vezan za ulogu stranih investitora. U odnosu sa stranim ulagačima nalazi se i odgovor zašto je Beogradska berza bila jedan od najvećih gubitnika tokom svjetske finansijske krize 2008. godine. Budući da je na proces tranzicije srpskog tržišta kapitala u prethodnih 15 godina najveći uticaj imala kriza srpskog tržišta kapitala iz 2007. godine, koju je produbila i intenzivirala globalna finansijska kriza iz 2008, ona će biti posebno analizirana u ovoj disertaciji.

U ovom radu će biti korišćeni opšti metodološki postupci:

- komparativni metod, koji je imao ključnu ulogu pri analizi rezultata u referentnim zemljama u različitim fazama razvoja tržišta kapitala, kao i u uslovima svjetske finansijske krize
- postulati analize i sinteze, tj. induktivnog i deduktivnog načina zaključivanja

- metod verifikacije korišćen je za provjeru teorijskih zaključaka do kojih se došlo hipotetičko-deduktivnim metodom
- grafički prikazi i uporedne tabele, koje će poslužiti za analizu odnosa između pojedinih posmatranih varijabli
- SWOT matrica, koja će dati prikaz prednosti, nedostataka, šansi i prijetnji za Beogradsku berzu.

Ova teza će analizirati iskustva u periodu prije, za vrijeme i poslije globalne finansijske krize na tržištima Sjedinjenih Američkih Država, Engleske, Kine i ostalih najrazvijenijih zemalja svijeta, zatim zemalja članica Evropske unije koje se graniče s regionom Zapadnog Balkana, a čije se berze obično upoređuju sa Beogradskom berzom (Slovenija, Hrvatska, Bugarska, Rumunija, Mađarska), kao i mikrotržišta sa prostora bivše Jugoslavije (Bosna i Hercegovina, Crna Gora, Makedonija).

Razrada osnovnih hipoteza, koje se mogu svesti na postojanje uticaja globalnog tržišta kapitala na tranziciju srpskog tržišta kapitala, strukturirana je u ovoj tezi kroz sljedeća poglavlja:

U prvom poglavlju biće objašnjen pojam i karakteristike finansijskog sistema, kao i pojam, karakteristike i podjele finansijskog tržišta. U daljem tekstu biće objašnjeni pojam i karakteristike globalnog tržišta kapitala kao sastavnog dijela svjetskog finansijskog tržišta. Poseban akcenat će biti stavljen na devizno tržište, tržište akcija i dužničkih hartija od vrijednosti, kao i tržište derivata. Kao najvažnije učesnike na globalnom tržištu kapitala, posebno će se analizirati globalno tržište investicionih fondova, penzionih fondova i osiguravajućih kompanija i njihov značaj u globalnim finansijskom tokovima. Karakteristike tržišta kapitala u zemljama u razvoju, kao grupe zemalja u koje spada i Srbija, biće predstavljeni u ovom poglavlju. Takođe, biće identifikovani osnovni transakcioni kanali kojima globalno tržište kapitala utiče na tranziciju tržišta kapitala u zemljama u razvoju i njihove karakteristike, a koji obuhvataju proces privatizacije, portfolio investicije, regulatorne mehanizme i prenošenje kriznih elemenata.

Drugo poglavlje se odnosi na razvoj tržišta kapitala u Srbiji u periodu prije početka globalne finansijske krize od 2000. do 2007. godine. Predstaviće se makroekonomski uslovi u kojima se obnovila berzanska trgovina akcijama, kao i sistemski uslovi i faktori koji su vezani za tržište kapitala u Srbiji. Poseban akcenat će biti stavljen na analizu reformi domaćeg tržišta kapitala, putem posebne analize preduzetih reformi regulative, institucija i svojinskih odnosa. Uticaj globalnog tržišta kapitala u periodu ubrzanog razvoja srpskog tržišta kapitala, kao i detaljna analiza konkretnih transmisionih kanala kojima se taj uticaj prenosio u našoj zemlji, biće predstavljeni u ovom poglavlju.

U **trećem poglavlju** akcenat će biti stavljen na uzroke i manifestacije svjetske finansijske krize iz 2008. godine. Objašnjenje pojma i vrsta finansijskih kriza, kao i istorijski prikaz više globalnih kriza, predstavlja prvi dio ovog poglavlja. U drugom dijelu biće detaljno analizirana globalna finansijska kriza, sa definisanjem njenih uzroka putem analize krize hipotekarnog tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama i posljedicama koje je ova kriza ostavila na tržište kapitala u Sjedinjenim Američkim Državama i drugim razvijenim ekonomijama. Posebna pažnja će se posvetiti uticaju koji je kriza imala na globalno tržište kapitala, kao i na regulatorni odgovor u Sjedinjenim Američkim Državama i drugim zemljama na svjetsku finansijsku krizu.

Četvrto poglavlje posvećeno je uticaju svjetske finansijske krize na Srbiju, s posebnom analizom uticaja na makroekonomske parametre u zemlji, kao i uticaju na tržište kapitala u Srbiji i njenoj tranziciji. Biće predstavljeni različiti makroekonomski indikatori i njihovo kretanje u periodu prije, za vrijeme i poslije globalne finansijske krize, uz uporednu analizu s repnim zemljama iz regiona. Reakcija srpskog tržišta kapitala na globalnu finansijsku krizu biće analizirana kroz analizu transmisionih kanala, kao i drugih pokazatelja koji se koriste za mjerenje nivoa razvijenosti i efikasnosti jednog tržišta kapitala. Rezultati koje je ostvarila Beogradska berza u periodu prije, za vrijeme i poslije globalne finansijske krize biće analizirani posebno, prema vrsti tržišnih učesnika, kao i u poređenju sa zemljama regiona, kako bi se utvrdio nivo reakcije našeg tržišta na globalnu finansijsku krizu u odnosu na okruženje. Regulatorni odgovor institucija zaduženih za kontrolu i nadzor tržišta kapitala na globalnu krizu biće takođe predstavljen u ovom poglavlju.

Peto poglavlje biće posvećeno analizi prethodno iznesenih podataka i rezultata o tranziciji srpskog tržišta kapitala i o uticaju globalne krize na srpsko tržište kapitala. Drugi dio ovog poglavlja odnosi se na identifikovanje aktivnosti koje mogu da spriječe prelivanje budućih finansijskih kriza na naše tržište. Završni dio posljednjeg poglavlja ove disertacije odnosi se na tranziciju srpskog tržišta kapitala identifikovanjem trenutne pozicije i mogućnosti koje stoje na tom putu.

Slijedi zaključak, zatim prilog u kojem su tabele i slike koje bliže objašnjavaju i konkretizuju neke od aspekata koji su obrađeni u tezi, kao i spisak korišćene literature i veb adresa.

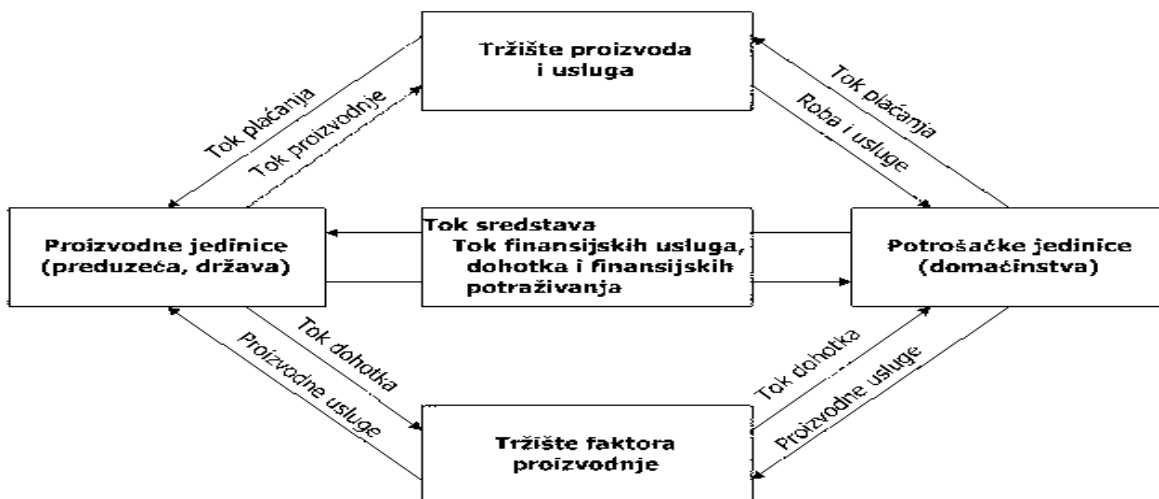
1. Interakcija svjetskog tržišta kapitala i tržišta kapitala zemalja u razvoju

1.1. Pojam i karakter globalnog tržišta kapitala

Glavne karakteristike modernih ekonomija jesu efikasna i stabilna finansijska tržišta, koja imaju ogroman uticaj na funkcionisanje cjelokupnog ekonomskog sistema. Neprekidne globalne promjene ekonomskih trendova evoluirale su finansijska tržišta u faktore od internacionalnog značaja. U okviru jednog ekonomskog sistema postoje tri tipa tržišta:

- tržište proizvoda i usluga
- tržište faktora (rad – radna snaga, kapital, zemlja) i
- finansijsko tržište (koje predstavlja izvedeno tržište pošto je ono sastavni dio tržišta faktora).¹

Ova tržišta ne postoje izolovano jedan od drugog nego se upravo u njihovoj povezanosti postiže ravnoteža tokova novca, robe i usluga u ekonomskom sistemu (Slika 1.1).



Slika 1.1. Tipovi tržišta u ekonomskom sistemu

Izvor: Rose P. S. & Marquis M. H. (2012). *Finansijske institucije i tržišta*, McGraw-Hill Irwin & UBS, New York, str. 5.

¹ Rose, P. S. & Marquis, M. H. (2012). *Finansijske institucije i tržišta*, McGraw-Hill Irwin & UBS, New York, str. 5.

Finansijsko tržište predstavlja jedan od najvažnijih dijelova svake tržišne privrede u svijetu. Vođenje ekonomske i monetarne politike jedne države pod velikim je uticajem funkcionisanja finansijskog tržišta, posebno kod zemalja koje su još uvijek u procesu tranzicije ka kapitalističkom privrednom sistemu.

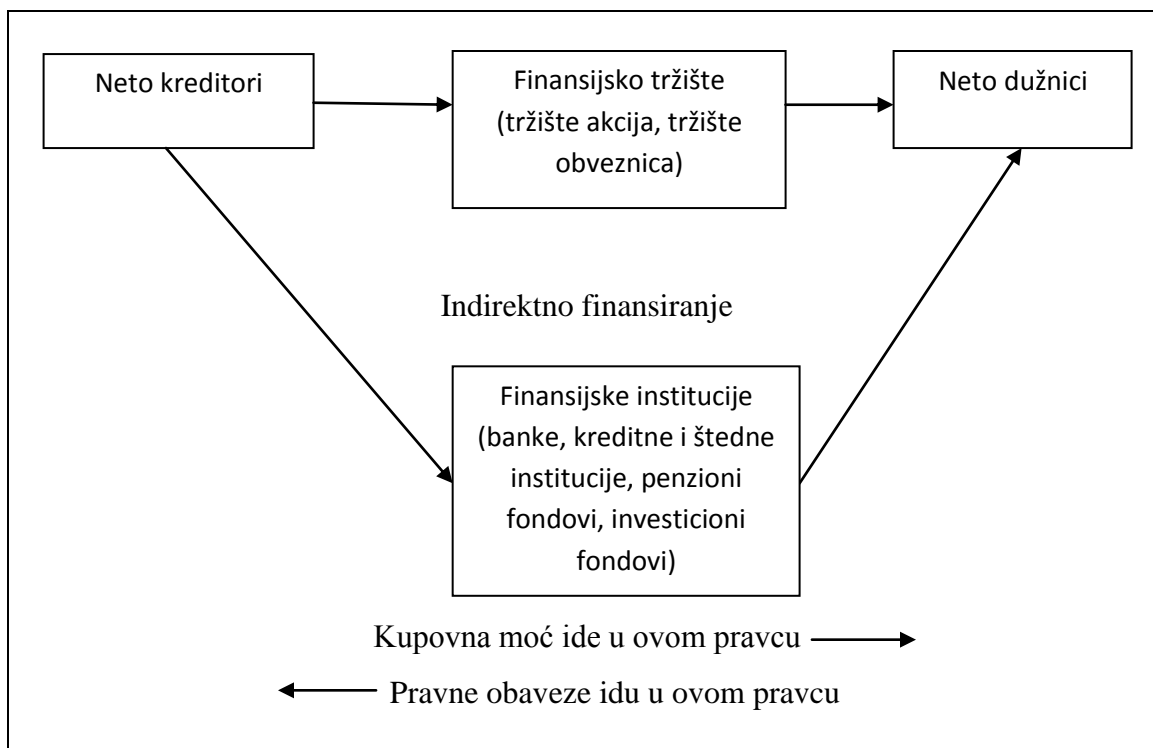
Finansijski sistem jedne privrede čine sledeći elementi:

- finansijska tržišta s finansijskim instrumentima
- učesnici na finansijskom tržištu (finansijske institucije)
- regulatori finansijskih aktivnosti.²

Zajedničkim funkcionisanjem ovih elemenata finansijskog sistema ostvaruju se funkcije koje su od značaja za normalno funkcionisanje tržišnih privreda, njihov rast i razvoj. Sastavni dijelovi finansijskog sistema jesu finansijsko tržište i finansijske institucije, koje pružaju finansijske usluge dužnicima i investitorima (kreditorima). Najznačajnije finansijske institucije su finansijski posrednici (banke, fondovi, kreditne institucije, berzanski posrednici). One povezuju fizička lica i institucije koje imaju potrebu za finansiranjem s fizičkim licima i institucijama koje imaju višak likvidnih sredstava, i to povezivanje može se odvijati direktno, preko finansijskog tržišta, gdje finansijski posrednici za svoju uslugu uzimaju proviziju, ili indirektno, kada finansijska institucija uzima depozite ili štednju i onda ta institucija investira ili kreditira fizička lica ili institucije koje imaju potrebu za dodatnim sredstvima (Slika 1.2).³

² Drake P. P. & Fabozzi F. J. (2010). *The Basics of Finance: An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management*, John Wiley & Sons, Hoboken, USA, str. 14.

³ Burton M. & Brown B. (2015). *The Financial System and the Economy*, Routledge, London, str. 8-9.



Slika 1.2. Funkcionisanje finansijskog sistema

Izvor: Burton M. & Brown B. (2015). *The Financial System and the Economy*, Routledge, London, str. 8.

Postoje brojne definicije finansijskog tržišta. Prema Vasiljević (2009) ono predstavlja “ambijent u kome se emituju i prenose finansijska potraživanja (obaveze) i realizuje ponuda i tražnja za finansijskim instrumentima”.⁴ Druga definicija ga objašnjava kao “tržište na kome se razmenjuje, tj. trguje finansijskim instrumentima (aktivom)”.⁵ Finansijsko tržište se može definisati i kao “fizička lokacija, odnosno elektronski forumi koji omogućavaju kretanje aktiva između investitora, preduzeća i državne uprave”.⁶ Ono “kanališe štednju onim pojedincima i institucijama kojima je potrebno više sredstava za trošenje nego što im obezbeđuju njihovi tekući prihodi”.⁷

⁴ Vasiljević, B. (2009). *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, str. 11.

⁵ Fabozzi, F. J. & Modigliani, F. (2003). *Capital Markets: Institutions and Instruments*, Prentice Hall International, Upper Saddle River, New Jersey, str. 9.

⁶ Melicher, W. R. & Norton, A. E. (2003). *Finance*, Eleventh Edition, John Wiley & Sons, Inc, str. 3.

⁷ Rose, P. S. & Marquis, M.H. (2012). *Finansijske institucije i tržišta*, McGraw-Hill Irwin & UBS, New York, str. 6.

Pod pojmom aktive danas se smatra bilo koja imovina koje ima vrijednost prilikom razmjene. Aktiva se može klasifikovati kao realna aktiva ili opipljiva (engl. *tangible*) i finansijska ili neopipljiva (engl. *intangible*). Realna aktiva je ona čija vrijednost zavisi od posebnih fizičkih svojstava, kao što su zgrade, zemlja, mašine, i koja se koristi da se proizvedu dobra. Pod finansijskom aktivom (ili finansijskim instrumentima) podrazumijeva se pravo na neki budući prinos, tj. novčana potraživanja, ali svako potraživanje vlasnika finansijske aktive, sa druge strane, istovremeno predstavlja i nečiju obavezu – finansijsku pasivu. Finansijska i realna aktiva su povezane i ta veza se ostvaruje na finansijskom tržištu jer se vlasništvo nad realnom aktivom finansira izdavanjem određenog tipa finansijskih instrumenata. Da bi neki instrument mogao da se smatra hartijom od vrijednosti uslov je da se radi o instrumentu koji svjedoči o neposrednom kreditnom odnosu ili trajnom ulaganju kapitala i koji ima neograničenu utrživost.⁸

Jedan od osnovnih zadataka finansijskog tržišta u jednoj privredi jeste obezbjeđivanje alokacije štednje u cilju njene efikasnije upotrebe putem kreditnih ili vlasničkih odnosa. Pravni dokaz o uspostavljenom kreditnom ili vlasničkom odnosu predstavlja hartija od vrijednosti koja prelazi u ruke vlasnika viška kapitala u trenutku razmjene za neko dobro ili pravo.

Prema Fabozzi (Fabozzi), Modigliani (Modigliani) & Džouns (Jones) (2009)⁹, Kon (Kohn, 2004)¹⁰ i Vasiljević (2009)¹¹ najvažnije funkcije finansijskog tržišta su:

- transferna funkcija – finansijsko tržište vrši transfer sredstava od onih koji imaju višak u datom trenutku ka onima kojima sredstva nedostaju radi ulaganja. Na taj način vrši se kreiranje finansijskih instrumenata – za onoga ko pozajmljuje sredstva ona predstavljaju finansijsku aktivu (potraživanje), a za onoga ko je sredstva pozajmio ovi instrumenti predstavljaju pasivu (obavezu). Transfernu funkciju tržište

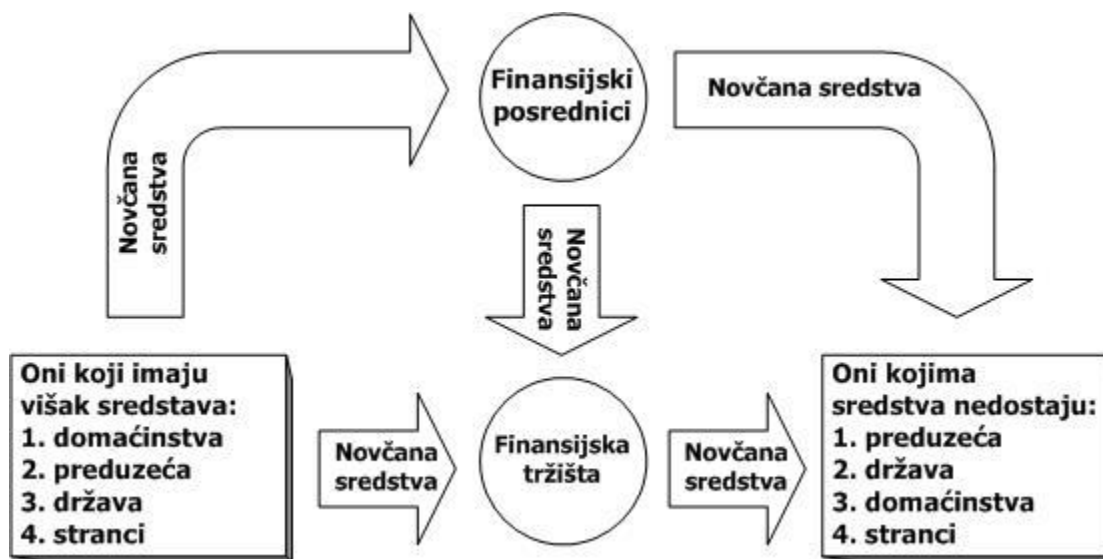
⁸ Vasiljević dr, B. (2009). *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, str. 10.

⁹ Fabozzi, F. J., Modigliani, F. & Jones, F. (2009). *Foundations of Financial Markets and Institutions*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New York, str. 5-6.

¹⁰ Kohn, M. (2004). *Financial Institutions and Markets*, Mc Graw-Hill, New York, str. 307-315.

¹¹ Vasiljević dr, B. (2009). *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, str. 11-13.

obavlja kao primarno tržište, koje predstavlja tržište na kojem se vrši kreiranje finansijskih instrumenata. Ovo tržište uključuje i aktivnost klasičnih finansijskih posrednika (banaka, brokera), institucionalnih investitora (osiguravajuća društva, penzioni fondovi, investicioni fondovi), ali i neposredan odnos između prodavca (emitenta) i kupca hartija od vrijednosti. Suficitne jedinice, odnosno one koje imaju višak sredstava, obično su domaćinstva, preduzeća, institucionalni investitori, država, dok se kao emitenti obično pojavljuju preduzeća, vlade, lokalna uprava i domaćinstva (Slika 1.3).



Slika 1.3. Tok novčanih sredstava u finansijskom sistemu

Izvor: Mishkin F. S, (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson Adison Wesley, Boston, str. 24.

- funkcija likvidnosti – finansijsko tržište omogućava dalju kupovinu i prodaju prethodno kreiranih finansijskih instrumenata, u svakom trenutku, uz poznate troškove i poznatu cijenu. Finansijsko tržište nudi učesnicima likvidnost finansijskih instrumenata kojima se trguje, što predstavlja atraktivnu karakteristiku kada okolnosti motivišu imaoaca određene hartije od vrijednosti da proda finansijski instrument prije roka dospjeća ili planiranog roka držanja, a novom vlasniku

(kupcu) daje sigurnost da može prodati hartije od vrijednosti koje ima u posjedu i doći do novca.

- funkcija određivanja cijene (engl. *Price discovery*) – cijena finansijskih instrumenata zavisi od odnosa ponude i potražnje, kao i od očekivanog prinosa investitora i rizika koji taj prinos nosi. Kapitalizacija budućih prinosa uz dati rizik određuje cijenu hartije od vrijednosti. Na taj način cijena finansijskog instrumenta, koja je određena prinosom i rizikom, opredjeljuje alokaciju finansijskih sredstava među finansijskim instrumentima. Ovaj proces naziva se proces otkrivanja cene (engl. *Price discovery process*).
- funkcija smanjenja transakcionih troškova – postojanje razvijenog finansijskog tržišta omogućava jednostavnije i jeftinije pronalaženje kupaca i prodavaca određenog finansijskog instrumenta, standardizaciju i uprošćavanje pravila trgovine, kao i garantovanje izvršavanja preuzetih obaveza, što dovodi do značajnog redukovanja transakcionih troškova.
- informativna funkcija – u uslovima efikasnog finansijskog tržišta očekuje se da svi učesnici na finansijskom tržištu u svakom trenutku imaju iste informacije o finansijskim instrumentima (cijeni i kretanju cijena, ponudi, potražnji, obimu trgovine, informacije o emitentu). Smatra se da je tržište potpuno efikasno ukoliko cijene finansijskih instrumenata u potpunosti odražavaju sve najnovije informacije.

Tržište koje na kvalitetan način obavlja sve ove funkcije za svoje učesnike predstavlja razvijeno finansijsko tržište, koje omogućava nesmetan tok finansijskih sredstava između finansijskih učesnika. Finansijsko tržište ostvaruje izuzetno veliki uticaj na privredu svake zemlje kroz svoje funkcije: posredovanje između kupaca i prodavaca finansijskih instrumenata, pretvaranje štednje u investicije, obezbjeđivanje likvidnosti koja omogućava obrt kapitala i smanjenje troškova formiranja kapitala. Prema Rouz i Markvis (Rose & Marquis, 2012), funkcije finansijskog tržišta jesu funkcije štednje, bogatstva, likvidnosti, kredita, plaćanja, zaštite od rizika, kao i politike.¹² U svakoj tržišnoj privredi finansijsko

¹² Rose, P. S. & Marquis, M. H. (2012). *Finansijske institucije i tržišta*, McGraw-Hill Irwin & UBS, New York, str. 7-11.

tržište je glavno tržište za određivanje cijene koštanja novca, kredita i kapitala, koje predstavlja osnov za utvrđivanje i poređenje sličnih instrumenata i oportunitetnih mogućnosti za investiranje u privredi. Ovo tržište djeluje i kao regulator za formiranje ukupne ponude i tražnje kapitala, kredita i drugih faktora tržišne privrede, a monetarna vlast često ovo tržište koristi u cilju regulisanja optimalne novčane mase u opticaju, likvidnosti privrednih subjekata i ostvarivanje ostalih ciljeva monetarne politike.

Zbog svega ovoga, finansijsko tržište ima veliki društveno-ekonomski i tržišni značaj u stvaranju potrebnih uslova za normalno odvijanje procesa tekuće reprodukcije, uspješno regulisanje ukupne ponude i tražnje i cijena na finansijskom tržištu, adekvatno poslovanje bankarskog sektora, održavanje optimalne likvidnosti svih subjekata, ali i ključnu ulogu u ostvarivanju rasta i razvoja privrede jedne zemlje, kao i rasta globalne ekonomije.

Jedna od najvažnijih uloga finansijskog tržišta je u premošćavanju i usklađivanju tokova štednje, investicija, dobiti i potrošnje i zato je prvi zadatak ovog tržišta u zemljama u tranziciji, u koje spada i naša zemlja, da stvori institucije, instrumente, mehanizme za racionalno transferisanje novca i kapitala i ostvarivanje optimalne alokacije tih sredstava i uključivanje finansijskih tržišta tranzicionih zemalja u globalne svjetske tokove novca i hartija od vrijednosti.

Postoji više podjela finansijskog tržišta, zavisno od kriterijuma koji se uzimaju u razmatranje. Međutim, bez obzira na specifičnosti i posebna obilježja pojedinih segmenata finansijskog tržišta, danas ne postoji razvijeno finansijsko tržište sa izraženom segmentacijom pošto se sve više prepliću različite vrste tržišta i formiraju novi instrumenti s karakteristikama više tržišta.

Prema kriterijumu redoslijeda emisija hartija od vrijednosti, razlikujemo:

- primarno (emisiono) i
- sekundarno (prometno) finansijsko tržište.

Primarno tržište predstavlja tržište na kojem se vrši emisija novih hartija od vrijednosti. Na ovom tržištu hartije se prvi put predstavljaju tržištu, odnosno obavlja se njihova prva (inicijalna) kupoprodaja, što predstavlja transfenu funkciju finansijskog tržišta. Prilikom emitovanja hartija od vrijednosti veoma značajnu ulogu u obavljanju tog procesa imaju specijalizovane institucije – investicione banke, koje obavljaju usluge kod inicijalnih i javnih ponuda akcija ili obveznica.

Sekundarno tržište je tržište prethodno emitovanih hartija od vrijednosti, na kojem se dešava kupovina i prodaja hartija od vrijednosti poslije inicijalnog uvođenja na tržište. Na ovom tržištu pokazuju se sve funkcije finansijskog tržišta jer se tu obezbjeđuje funkcija likvidnosti prethodno emitovanih hartija od vrijednosti, vrši se određivanje cijene finansijskih instrumenata na osnovu ponude i tražnje za njima, a informacije sa ovog tržišta dostavljaju se svim zainteresovanim učesnicima, za razliku od primarnog tržišta gdje se određene transakcije mogu odvijati kroz formu privatnog plasmana poznatim kupcima.

U okviru sekundarnog tržišta, trgovina se može odvijati:

- na berzanskom tržištu i
- na vanberzanskom tržištu.

Berza predstavlja regulisano i organizovano sekundarno tržište na kojem se trguje standardizovanim finansijskim instrumentima, prema strogo utvrđenim pravilima trgovanja za instrumente i učesnike (emitente, investitore i posrednike). Berze predstavljaju ključnu instituciju preko koje se obavlja trgovina akcijama, uz posredovanje berzanskih posrednika. Vanberzansko tržište je tržište dilera povezanih kompjuterskim sistemom, koji preko odgovarajućih trgovačkih platformi plasiraju naloge za kupovinu ili prodaju određenih finansijskih instrumenata. Postoje dvije vrste ovog tržišta, tržište klijenata (engl. *Consumer Market*), kada dileri trguju sa svojim klijentima, privatnim ili institucionalnim

investitorima, i međudilersko tržište, na kojem dileri komuniciraju direktno i trguju međusobno.¹³

Sa aspekta roka dospjeća finansijskih instrumenata, u okviru finansijskog tržišta postoji:

- tržište novca i
- tržište kapitala.

Tržište novca predstavlja tržište finansijskih instrumenata (instrumenata duga) sa rokom dospjeća do jedne godine, i u te instrumente ubrajaju se novac i kratkoročne hartije od vrijednosti. Prema Rose & Marquis (2008), tržište novca predstavlja mehanizam putem kojeg se “držaoci privremenih gotovinskih viškova sreću s nosiocima privremenih gotovinskih deficita”.¹⁴ Ovaj dio finansijskog tržišta služi preduzećima, državnim organima i pojedincima za obezbjeđenje, odnosno investiranje sredstava namjenjenih održavanju tekuće likvidnosti i po pravilu je riječ o vanberzanskom tržištu koje je namjenjeno institucionalnim investitorima. Prema Vasiljević (2009), osnovne funkcije tržišta novca su “mobilizacija kratkoročnih finansijskih sredstava, obezbjeđivanje potrebne likvidnosti ekonomskih transaktora, utvrđivanje cijene finansijskih instrumenata i transmisija monetarne politike”¹⁵, dok Šoškić i Živković (2007) izdvajaju sledeće finansijske instrumente na tržištu novca u Srbiji: kratkoročne državne obveznice, depozitni sertifikati, bankarski akcepti, komercijalni zapisi, blagajnički zapisi, federalni fondovi, ugovori o rekupovini.¹⁶

Tržište kapitala je tržište dugoročnih finansijskih instrumenata (dužničkih hartija s rokom dospeća preko jedne godine i vlasničkih hartija – akcija), uključujući i hipotekarno tržište. Značaj ovog tržišta ogleda se u tome što se na njemu obavljaju transakcije namjenjene

¹³ Dodd, R. (28.03.2012). *Markets: Exchange or Over-the-Counter*, International Monetary Fund, www.imf.org.

¹⁴ Rose, P. S. & Marquis, M. H. (2012). *Finansijske institucije i tržišta*, McGraw-Hill Irwin & UBS, New York, str. 291.

¹⁵ Vasiljević dr, B. (2009). *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, str. 133-135.

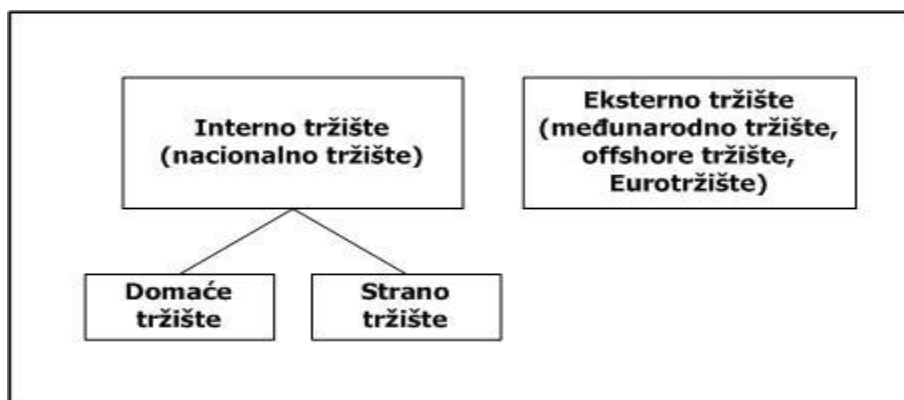
¹⁶ Šoškić, D. B. & Živković, B. R. (2007). *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet, Beograd, str. 214-221.

finansiranju dugoročnih investicija preduzeća, banaka ili država izvorima koji su slobodni na period duži od godinu dana. Na ovom tržištu pribavlja se kapital koji je neophodan za dugoročan rast i na njemu se utvrđuje cijena kapitala. Tržište kapitala najčešće funkcioniše kao organizovano tržište, posebno u slučaju tržišta akcija. Tržište vlasničkih hartija od vrijednosti biće glavni predmet ovog istraživanja, s posebnim akcentom na globalnu finansijsku krizu iz 2008. godine.

Prema Fabozzi (Fabozzi) & Modigliani (Modigliani) (2003)¹⁷, sa aspekta konkretne zemlje finansijsko tržište može biti interno (nacionalno) i eksterno finansijsko tržište (Slika 1.4).

Interno finansijsko tržište (nacionalno tržište) može se posmatrati kao:

- domaće tržište i
- strano tržište.



Slika 1.4. Klasifikacija finansijskog tržišta sa aspekta jedne zemlje

Izvor: Fabozzi F. J. & Modigliani F. (2003). *Capital Markets: Institutions and Instruments*, Prentice Hall International, Upper Saddle River, New Jersey, str. 12.

Domaće tržište je tržište na kojem učestvuju domaća pravna i fizička lica koja emituju i trguju domaćim hartijama od vrijednosti. Danas je veoma teško pronaći tržište hartija od vrijednosti koje je isključivo namjenjeno lokalnim investitorima, osim ako se ne radi o

¹⁷ Fabozzi, F. J. & Modigliani, F. (2003). *Capital Markets: Institutions and Instruments*, Prentice Hall International, Upper Saddle River, New Jersey, str. 12.

tržištu koje monetarna vlast želi da ima pod kontrolom (npr. tržište državnih hartija od vrijednosti).

Strano tržište je tržište na kojem se kao učesnici javljaju nerezidenti date zemlje koji emituju i trguju finansijskim instrumentima na tom tržištu, najčešće obveznicama ili akcijama putem globalnih depozitnih potvrda (engl. *Global Depository Receipt*). Osnovna karakteristika eksternog finansijskog tržišta (međunarodno tržište) jeste da se konkretnim hartijama trguje istovremeno na više različitih nacionalnih tržišta i da regulacija emitovanja i trgovanja ovim instrumentima ne podleže propisima isključivo jedne zemlje.

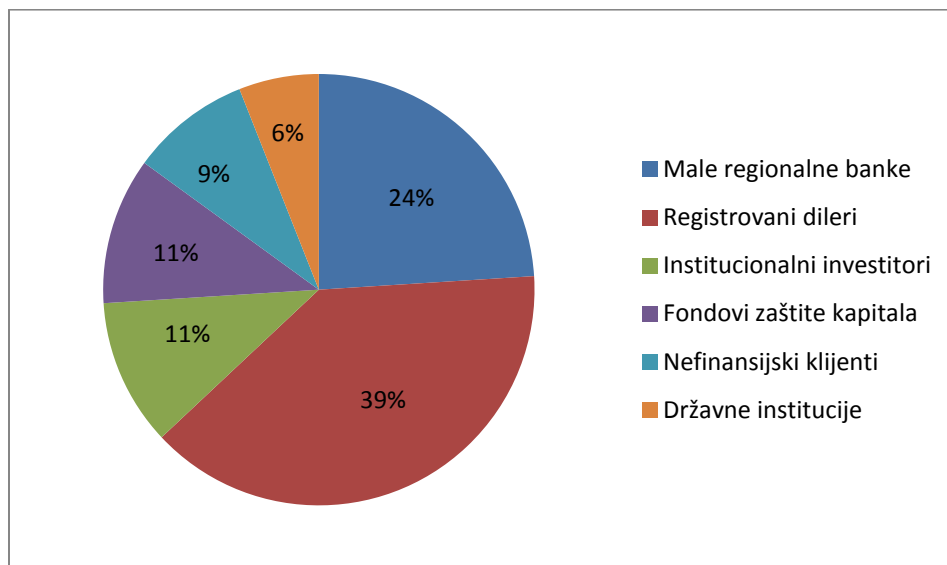
Finansijsko tržište se dijeli prema kriterijumu prirode prava finansijskih instrumenata na:

- devizno tržište
- tržište dužničkih hartija od vrijednosti
- tržište vlasničkih hartija od vrijednosti
- tržište izvedenih hartija od vrijednosti

Devizno tržište predstavlja tržište deviza, valuta, deviznih kredita i na njemu se vrši kupoprodaja deviza i utvrđuje kurs – cijena koštanja valuta. Ovo tržište najčešće funkcioniše kao globalno decentralizovano, odnosno vanberzansko tržište (engl. *Over-The-Counter Market*), što znači da ne postoji jedna zvanična institucija ili jedna elektronska platforma preko koje se obavlja trgovina devizama već trgovci iz svojih soba za trgovinu devizama (engl. *Foreign Exchange Dealing Room*) stupaju u kontakt sa drugim trgovcima i tako obavljaju trgovinu (u slučaju međubankarskog deviznog tržišta).¹⁸ Riječ je o ubjedljivo najvećem dijelu finansijskog tržišta, s primjetnim kontinuitetom rasta kao posljedicom sve većeg rasta međunarodnih trgovinskih i finansijskih aktivnosti, posebno od kada su Kina i Indija, kao i zemlje bivšeg Sovjetskog Saveza, počele da igraju sve važniju ulogu u svjetskoj razmjeni.

¹⁸ Dun & Bradstreet (2007). *Foreign Exchange Markets*, Dun & Bradstreet-Mc Grow-Hill Professional, New York, str. 2.

Devizno tržište je u 2013. godini zabilježilo prosječan dnevni promet od 5,3 biliona dolara (u 2010. godini dnevni promet na globalnom deviznom tržištu iznosio je 4 biliona dolara), što daje godišnji promet od 1.500 biliona dolara u 2013. godini. (Grafikon 1.1).



Grafikon 1.1. Struktura učesnika na globalnom deviznom tržištu (2013)

Izvor: Bank for International Settlement (septembar 2013). *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange Turnover in April 2013: preliminary global results*, str. 6.

U samoj strukturi učešća u prometu na globalnom deviznom tržištu najveće pojedinačno učešće imaju registrovani devizni dileri, ali u periodu od 2010. do 2013. godine zabilježen je rast učešća regionalnih banaka, kao i fondova zaštite kapitala i dilerskih kuća u ukupnom svjetskom prometu, dok je značajno palo učešće nefinansijskih klijenata (kompanije, vlade država, fizička lica), što predstavlja dokaz sve veće globalizacije i dostupnosti ovog tržišta ostalim klijentima, a ne samo registrovanim dilerima. Najzastupljeniji instrumenti na deviznom tržištu su devizni svopovi sa 42% i regularno devizno tržište sa 38%.¹⁹

Tržište dužničkih hartija od vrijednosti jeste tržište na kojem se formiraju dužničko-povjerilački odnosi na bazi emitovanja hartija od vrijednosti u čijoj osnovi je obaveza

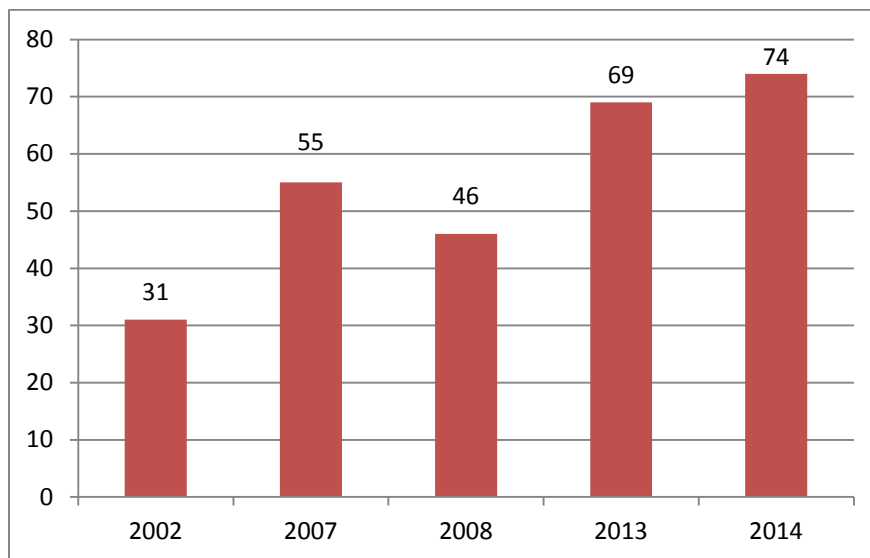
¹⁹ Bank for International Settlement (septembar 2013). *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange Turnover in April 2013: preliminary global results*, str. 7.

izmirenja duga i uključuje obveznice, zapise, mjenice, sertifikate, hipotekarne hartije, depozitne potvrde, itd. Na ovom tržištu potrebna sredstva se prikupljaju emisijom dužničkih hartija, pri čemu investitorima u ove hartije pripada kamata u unaprijed definisanim rokovima, dok se glavnica duga isplaćuje o roku dospjeća ili se hartija emituje sa određenim diskontom koji predstavlja diskontovani prihod od kamate. U skladu sa rokovima dospjeća postoje kratkoročne (do godinu dana), srednjoročne (od jedne do pet godina) i dugoročne (preko pet godina) dužničke hartije od vrijednosti.

Tržište vlasničkih hartija od vrijednosti je tržište akcija, kao vlasničkih hartija od vrijednosti, koje nose svoje osnovno pravo na dio vlasništva u kapitalu preduzeća. One nemaju rok dospjeća već traju onoliko dugo koliko traje samo preduzeće. Vlasnik akcije, pored prava na vlasništvo u kapitalu, dobija i pravo na dividendu – dio dobiti preduzeća i na dio aktive firme (u slučaju likvidacije), kao i pravo na upravljanje kod običnih akcija, odnosno pravo na prioritet kod isplate dividende kod prioriternih akcija. Najvažniji finansijski posrednici na tržištu akcija su investicioni fondovi, penzioni fondovi i osiguravajuće kompanije.

U poređenju sa deviznim tržištem, globalno tržište investicionih fondova značajno je manje, ali ono ima izuzetno veliki uticaj na globalno tržište kapitala, a posebno globalna i lokalna tržišta akcija. Ukupna suma kapitala pod upravljanjem (engl. *Asset Under Management*) u 2014. godini iznosila je 74 biliona dolara, što predstavlja rast od 8% u odnosu na 2013. godinu (rast u 2013. godini u odnosu na 2012. iznosio je 13%). Rast od 8% u ukupnoj globalnoj visini kapitala došao je u najvećoj mjeri kao rezultat tržišnih kretanja, dok je neto priliv kapitala iznosio 1,7% u 2014. godini (rast u 2013. godini u odnosu na 2012. iznosio je 1,6% (Grafikon 1.2)).²⁰

²⁰ Boston Consulting Group (22. mart 2016). *Global Asset Management 2015: Sparkling Growth with Go-to-Market Excellence*, www.bcgperspectives.com.



Grafikon 1.2. Ukupna globalna suma kapitala pod upravljanjem, u bilionima dolara (2014. godina)

Izvor: Boston Consulting Group (22. mart 2016). *Global Asset Management 2015: Sparkling Growth with Go-to-Market Excellence*, www.bcgperspectives.com

U strukturi portfelja investicionih fondova u 2014. godini, fondovi iz Sjedinjenih Američkih Država najviše su svoju imovinu ulagali u portfelje akcija sastavljenih od kompanija koje imaju potencijal za rast i kompanija koje isplaćuju dividende (engl. *Large-blend equity*), i to u kompanije iz Sjedinjenih Američkih Država u ukupnom neto iznosu kupovina od 104 milijarde dolara i kompanije iz inostranstva u ukupnom neto iznosu kupovina od 94 milijarde dolara, dok su fondovi iz Evrope pretežno investirali u evropske obveznice (neto iznos kupovina od 128 milijardi dolara) i svjetske obveznice (neto iznos kupovina od 68 milijardi dolara), dok su fondovi iz Azije isključivo investirali na tržištu novca, u ukupnom neto iznosu kupovina od 215 milijardi dolara.²¹ Investicioni fondovi su u 2014. godini bili veoma aktivni na svom lokalnom, ali i globalnom tržištu kapitala, i to u segmentu dužničkih i vlasničkih hartija od vrijednosti, ali i na tržištu novca.

²¹ Boston Consulting Group (22. mart 2016). *Global Asset Management 2015: Sparkling Growth with Go-to-Market Excellence*, www.bcgperspectives.com.

Penzioni fondovi predstavljaju jedne od najznačajnijih finansijskih institucija u svijetu, s velikim i konstantnim prilivom kapitala za investiranje, i samim tim su veoma značajan dio globalnog tržišta kapitala. Takođe, od njihove razvijenosti i poslovne politike u velikoj mjeri zavisi razvoj lokalnih tržišta kapitala, prije svega zbog njihovog dugoročnog investicionog horizonta. Od 2008. godine i globalne finansijske krize, u zemljama članicama Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj penzioni fondovi su imali konstantan rast vrijednosti imovine od 8,1% godišnje.²² Ukupna aktiva kojom raspolažu penzioni fondovi u 19 najrazvijenijih zemalja iznosila je 35,3 biliona dolara na kraju 2015. godine, što daje odnos od 80% ukupne aktive prema ukupnom bruto društvenom proizvodu tih zemalja. Najveća penziona tržišta u svijetu su Sjedinjene Američke Države sa 62% ukupne globalne aktive penzionih fondova, zatim Velika Britanija sa 9% i Japan sa 6% (Tabela 1.1).

Tabela 1.1. Ukupna aktiva penzionih fondova i odnos aktive prema bruto društvenom proizvodu za sedam država s najrazvijenijim penzionim sistemom (2015)

Država	Ukupna aktiva, u milijardama dolara	Odnos ukupne aktivne prema bruto društvenom proizvodu, %
Sjedinjene Američke Države	21.799	121,2
Velika Britanija	3.204	111,9
Japan	2.746	66,7
Kanada	1.525	97,0
Australija	1.484	119,6
Holandija	1.378	183,6
Švajcarska	804	118,7

Izvor: Willis Towers Watson (28. februar 2016). *Global Pensions Asset Study 2016*.

²² OECD (2016). *Pension Markets in Focus, 2015 edition*, str. 6.

Alokacija imovine penzionih fondova u sedam najvećih tržišta (pored Sjedinjenih Američkih Država, Velike Britanije i Japana, tu su i Australija, Holandija, Švajcarska i Kanada) iznosila je 44% u akcijama, 29% u obveznicama, 24% u drugoj imovini (uključujući nekretnine i druge investicije) i 3% u gotovini.²³ Od 1996. godine, primjetno je smanjivanje procenta investiranja u akcije i obveznice, a zabilježen je značajan rast investiranja penzionih fondova u nekretnine i druge instrumente (učešće se povećalo sa 7% na 24% od ukupne aktive). Svaka promjena u investicionoj politici penzionih fondova ima izuzetno veliki uticaj na globalno tržište kapitala, posebno zbog činjenice da je procenat učešća domaćeg tržišta akcija kod penzionih fondova iz ovih sedam zemalja u ukupnom portfelju koji se investira u akcije pao sa 64,7% u 1998. godini na 42,9% u 2015. godini, dok je kod obveznica taj odnos, i pored korekcije, i dalje ostao na visokom nivou, pa su investicije u lokalne obveznice od strane penzionih fondova u 1998. godini iznosile 88,2%, a u 2015. godini 76,3%.

Razvoj tržišta osiguranja direktno je povezan sa ukupnim ekonomskim razvojem i obično oporavak ili pad ovog tržišta predstavlja dobar signal budućih kretanja na lokalnom, ali i globalnom nivou. Osiguravajuća društva predstavljaju veoma bitne finansijske posrednike na tržištu kapitala u svijetu, s velikom imovinom kojom upravljaju, ali uz oprezniji pristup riziku kod investiranja. Ukupna globalna visina premija osiguranja u 2014. godini je iznosila 4,8 biliona dolara, dok je kapital pod upravljanjem koji je nalazio kod osiguravajućih društava u svijetu iznosio 26,8 biliona dolara. U 2014. godini na globalnom nivou veći rast pokazao je segment životnog osiguranja nego neživotnog osiguranja, što je signal da globalna ekonomija još uvijek nije izašla iz perioda stagnacije. Pored uticaja na privredni razvoj, ovo tržište ima direktan uticaj na tržište dužničkih hartija od vrijednosti, koje predstavljaju najveći dio portfelja osiguravajućih kompanija (prosječno 66% portfelja osiguravajućih kompanija iz zemalja članica Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj koji su iz sektora životnog osiguranja uloženo je u obveznice, dok taj procenat iznosi 56% portfelja osiguravajućih kompanija iz sektora životnog osiguranja koje se nalaze u zemljama koje nisu članice Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj). U Danskoj su

²³ Willis Towers Watson (28. februar 2016). *Global Pensions Asset Study 2016*.

osiguravajuće kompanije iz segmenta životnog osiguranja uložile čak 50% svoje imovine na tržišta akcija (pored Danske, od zemalja članica Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj više od 20% portfelja u akcijama imaju još samo osiguravajuće kompanije iz Švedske, Slovenije i sa Islanda), tako da je u veoma malom broju zemalja ovaj prosjek iznad 10%. Osiguravajuće kompanije koje se bave neživotnim osiguranjem, iz zemalja koje su članice Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj, imaju nešto rizičniji pristup investiranju, tako da one u prosjeku ulažu 58% svog portfelja u obveznice, a u devet zemalja (Sjedinjene Američke Države, Japan, Austrija i sve skandinavske zemlje) procenat investiranja u akcije prelazi 20%. Sličan trend postoji i kod osiguravajućih kompanija iz zemalja koje nisu članice Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj iz oblasti neživotnog osiguranja, koje ulažu 50% svog portfelja u obveznice, dok samo osiguravajuće kompanije iz Južne Afrike, iz oblasti neživotnog osiguranja, ulažu više od 20% imovine u akcije.²⁴ Imajući u vidu veličinu ovog segmenta finansijskog tržišta, jasno je da osiguravajuće kompanije imaju značajnu ulogu i na globalnom tržištu akcija upravo zbog svog dugoročnog pristupa investiranju, ali i da su viši procenti ulaganja u akcije prisutni samo u razvijenim tržištima kapitala, koja pružaju visok nivo likvidnosti i korporativnog izvještavanja. Činjenica da osiguravajuće kompanije iz Skandinavije imaju najveće procenat investiranja u akcije imaće značajan uticaj i na srpsko tržište kapitala, o čemu će više biti riječi u Poglavlju 4.

Otvaranje tržišta kapitala u zemljama u razvoju (engl. *Emerging Markets*) i graničnim tržištima (engl. *Frontier Markets*), uz uspostavljanje istih pravila poslovanja i harmonizaciju zakonskih odredaba, olakšalo je put velikim fondovima i bankama, koji su iskoristili svoju veličinu i poziciju da osvoje značajne tržišne udjele na tim tržištima, ali je i malim investitorima, kao i lokalnim kompanijama, omogućilo pristup novim tržištima i izvorima kapitala.

Globalno tržište kapitala, kao globalni sistem koji vrši alokaciju finansijskih resursa putem finansijskih instrumenata, razvijalo se na temeljima razvoja nacionalnih tržišta kapitala i u

²⁴ OECD (2016). *Global Insurance Market Trends 2015*, str. 15-21.

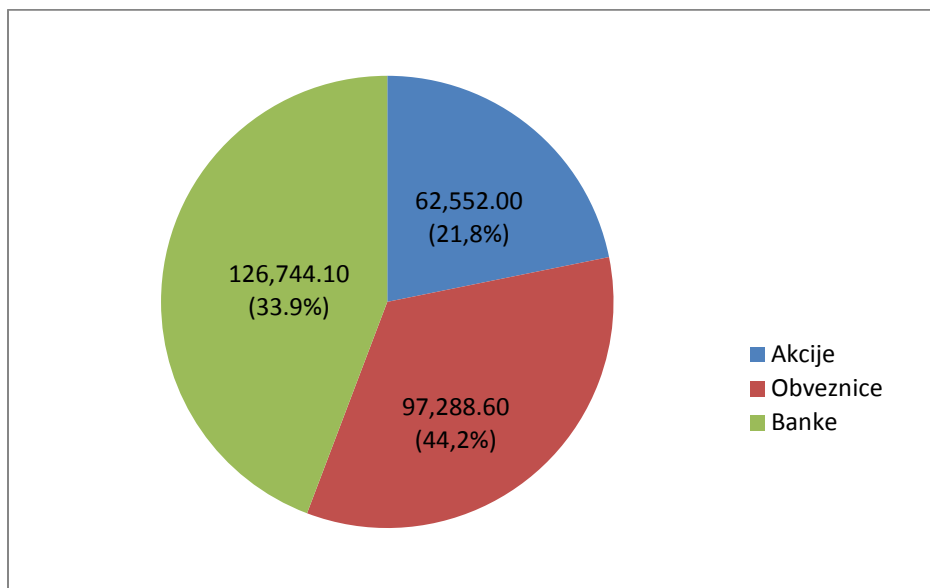
početku se svodilo na učešće stranih investitora na lokalnim berzama. Očekivano, ovo učešće bilo je na veoma niskom nivou do 1945. godine, dok je svoj veliki rast ostvarilo u periodu od 1960-1980. godine (više u Obstfeld i Tejlor [*Obstfeld & Taylor*], 2004).²⁵ Posebno je u XXI vijeku zabilježena ekspanzija učešća stranih investitora, koji put savremenih trgovačkih platformi razvijenih od strane berzi i online brokerskih kuća mogu istovremeno da biraju između više desetina tržišta kapitala. Sve veći značaj u razvoju globalnog tržišta kapitala dobija listiranje kompanija na stranim tržištima kapitala, koje više nije rezervisano samo za velike kompanije koje se listiraju na najvećim svjetskim berzama, već i za manje kompanije i berze (na Varšavskoj berzi su se u maju 2016. godine kotirale akcije 52 kompanije sa sjedištem van Poljske).²⁶ Funkcionisanje globalnog tržišta kapitala povećava tražnju za finansijskim instrumentima i na lokalnim tržištima, što dovodi do realnije evaluacije vrijednosti konkretne hartije, kao i do smanjenja troškova emitentata, a investitorima pruža mogućnost veće disperzije rizika i ostvarivanja viših stopa prinosa.

Prema izvještajima Međunarodnog monetarnog fonda, veličina globalnog finansijskog tržišta u 2013. godini procjenjena je na 286,5 biliona dolara, što predstavlja 379,7% u odnosu na globalni nivo bruto društvenog proizvoda koji iznosi 75,5 biliona dolara, dok je veličina globalnog tržišta akcija procjenjena na 62,5 biliona dolara (Grafikon 1.3). Na tržište vlasničkim hartijama odlazi 21,8% od ukupnog svjetskog finansijskog tržišta, što je za 6,5 procentnih poena manje nego što je iznosio njegov udio u 2007. godini, dok je odnos globalne tržišne kapitalizacije i globalnog bruto društvenog proizvoda u 2013. godini iznosio 82,9%.²⁷

²⁵ Obstfeld, M. & A. M. Taylor (2004). *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge University Press, New York, str. 52-54.

²⁶ *Warsaw Stock Exchange*, www.gpw.pl.

²⁷ International Monetary Fund (2015). *Global Financial Stability Report – Statistical Appendix*, www.imf.org.



Grafikon 1.3. Struktura globalnog finansijskog tržišta u milijardama dolara (2013)

Izvor: International Monetary Fund (2015). *Global Financial Stability Report – Statistical Appendix*,
www.imf.org

Geografski gledano, najveće učešće u globalnom tržištu kapitala u 2013. godini ima region Sjeverne Amerike sa 39,0%, zatim tržišta kapitala u Evropskoj uniji sa 20,2%, tržišta u zemljama u razvoju sa 18% i tržišta kapitala u razvijenim zemljama Azije sa 17,3%. Među zemljama, ubjedljivo najveće tržište kapitala nalazi se u Sjedinjenim Američkim Državama i njegova vrijednost iznosi 22,3 biliona dolara i čini 35,6% od globalne tržišne kapitalizacije, zatim slijedi Japan sa 7,4%, Velika Britanija sa 6,5%, Kina sa 5,4%, Francuska i Kanada sa 3,4% i Njemačka sa 3,2%.²⁸ Ukupan broj listiranih kompanija na svjetskim berzama iznosio je 44.086 u 2014. godini, što je 11,8% više u odnosu na 39.434 kompanije u 2005. godini.²⁹

Tržište izvedenih hartija od vrijednosti (tržište derivata) je tržište izvedenih hartija od vrijednosti kao što su: fjučersi, opcije, svopovi, itd. i predstavlja, pored deviznog tržišta,

²⁸ International Monetary Fund (2015). *Global Financial Stability Report – Statistical Appendix*,
www.imf.org.

²⁹ The World Bank (14. mart 2016). *World Development Indicators: Stock Markets*,
<http://wdi.worldbank.org/table/5.4>.

najveći segment svjetskog finansijskog tržišta. Ove hartije zovu se izvedene ili derivativne zato što se u njihovoj osnovi nalazi neka druga vrsta aktive, bilo da je u pitanju roba (šećer, kafa, kakao, nafta, metali, itd.) ili finansijska aktiva (akcije, obveznice, kamatna stopa, berzanski indeksi, itd.) i one pružaju određeno pravo ili opciju vezanu za kupovinu ili prodaju osnovne aktive. Njima se trguje na organizovanim tržištima derivata kao što su Čikaška robna berza (engl. *Chicago Mercantile Exchange*) i Evraonekst berza, kao i na vanberzanskom tržištu.

Prema izvještaju Banke za međunarodna poravnanja (jun 2015),³⁰ ukupna vrijednost emitovanih ugovora po osnovu derivata na globalnom vanberzanskom tržištu u junu 2015. godine iznosila je 553 biliona dolara (u decembru 2014. godine ukupna vrijednost je iznosila 629 biliona dolara). Tržišna vrijednost premija koje se plaćaju na posjedovanje derivatnih ugovora (što predstavlja realniju mjeru rizika vezanu za derivatne ugovore, budući da se veoma mali procenat ugovora zaista i realizuje), iznosila je u junu 2015. godine 15,5 biliona dolara (u decembru 2014. iznosila je 20,9 biliona dolara). Najveći dio svjetskog tržišta derivata čine derivati vezani za kamatne stope sa 79% učešća (engl. *Interest rates derivatives*) sa 435 biliona dolara ukupno emitovanih ugovora, odnosno 11,1 bilion dolara u ukupnoj vrijednosti premija, zatim devizni derivati sa 13% učešća (engl. *Foreign exchange derivatives*) sa 75 biliona dolara ukupno emitovanih derivatnih ugovora, odnosno 2,5 biliona dolara u ukupnoj vrijednosti premija), svopovi vezani za kreditni rizik (engl. *Credit default swaps*) sa 3% učešća i 15 biliona dolara ukupno emitovanih ugovora (drastičan pad sa maksimalnih 58 biliona dolara s kraja 2007. godine) i 453 milijarde dolara u premijama, dok su derivati na akcije i robu (engl. *Equity-linked and commodity derivatives*) imali 1% učešća u ukupnoj vrijednosti globalnog tržišta derivata i ukupnu vrijednost emitovanih ugovora od 7,5 biliona dolara i 600 milijardi dolara u vrijednosti premija na ove ugovore.

³⁰ Bank for International Settlement (2015). *OTC Derivatives Statistics at end-June 2015*, Monetary and Economic Department.

Pregled različitih tržišta u okviru globalnog finansijskog tržišta i njihova veličina, predstavljeni su u Tabeli 1.2.

Tabela 1.2. Veličina globalnog finansijskog tržišta (2013-2015)

Tržište	Visina ukupne aktive
Globalna bankarska aktiva (2013)	127,7 biliona dolara
Imovina pod upravljanjem investicionih fondova (2014)	74,0 biliona dolara
Aktiva osiguravajućih kompanija (2014)	26,8 biliona dolara
Imovina penzionih fondova (2015)	35,3 biliona dolara
Globalno tržište akcija (2013)	62,5 biliona dolara
Globalno tržište obveznica (2013)	97,3 biliona dolara
Globalno vanberzansko tržište derivata – vrijednost ugovora (jun 2015)	553,0 biliona dolara
Globalno vanberzansko tržište derivata – vrijednost premija (jun 2015)	15,5 biliona dolara
Devizno tržište, dnevni promet (2013)	5,3 biliona dolara

Izvor: Ranije navedeni podaci iz ovog poglavlja, str. 23-33

Finansijsko tržište u Srbiji razvijalo se u uslovima tranzicije srpskog društva i privrede i trebalo je da predstavlja jedan od osnovnih mehanizama za prelazak iz centralno-planske ka tržišnoj privredi. U 2000. godini srpsko finansijsko tržište bilo je pretežno tržište novca i

kratkoročnih dužničkih hartija od vrijednosti (komercijalni zapisi preduzeća, blagajnički zapisi banaka), sa dominantnom ulogom bankarskog sektora, dok ključni finansijski instrumenti tržišta kapitala – akcije i dugoročne obveznice nisu postojali ili su bili prisutni u veoma malom obimu. Od institucija tržišta kapitala, postojali su Savezna komisija za hartije od vrednosti i Beogradska berza, a nisu postojali zakonski uslovi za osnivanje investicionih fondova, penzionih fondova, kastodi banaka, klirinških kuća, lizing i faktoring kompanija. Proces privatizacije odvijao se po starom Zakonu o svojskoj transformaciji, koji nije bio oročen i koji je prednost davao radničkoj privatizaciji, i nije napravio očekivani iskorak u transformaciji vlasničke strukture u srpskim kompanijama. Strane direktne investicije bile su malobrojne, dok stranih portfolio investitora nije ni bilo (o kreiranju i transferu finansijske aktive u Srbiji u periodu 2003-2008. godine više u Vasiljević (2009)).³¹

Tranziciju srpskog finansijskog tržišta možemo pratiti putem analize pojedinih segmenata finansijskog tržišta, kao i analizom promjena veličine aktive i brojnosti pojedinačnih učesnika na finansijskom tržištu Srbije u periodu 2003-2015. godina (Tabela 1.3.³²). Iz priloženih podataka uočava se dominacija bankarskog sektora u Srbiji u odnosu na ostale segmente finansijskog tržišta. Konstantan nivo sa više od 92% učešća u ukupnoj aktivni finansijskog tržišta u posljednje četiri godine predstavlja realnost srpskog finansijskog tržišta, u kojem banke kroz svoju funkciju univerzalnih banaka učestvuju u skoro svim segmentima finansijskog tržišta Srbije i na taj način sputavaju razvoj novih finansijskih institucija.

Učešće osiguravajućih društava u ukupnoj aktivni finansijskog tržišta Srbije u konstantnom je rastu tokom posmatranog perioda, iako broj kompanija koje posluju varira u posmatranom periodu. Ovaj segment pokazuje trend rasta (Rumunija, Turska i Rusija imaju ovaj odnos na nižem nivou od Srbije u 2013. godini).³³ Ovaj segment finansijskog tržišta

³¹ Vasiljević, B. (2009). *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, str. 391-401.

³² Narodna banka Srbije, *Komisija za hartije od vrednosti, Beogradska berza* (26. maj 2016). Godišnji izveštaji.

³³ Narodna banka Srbije (2015). *Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2014. godinu*, strana 7.

ima ogroman potencijal i njegov rast bi mogao da podigne nivo aktivnosti na finansijskom tržištu.

Broj lizing kompanija u Srbiji stagnira već duži period, ali njihova ukupna bilansna suma opada. Najveći procenat od ukupne vrijednosti bilansne aktive odlazi na finansijski lizing, ukupno 87%. Sa druge strane, primjetan je konstantan rast tržišta dobrovoljnih penzionih fondova, kao i oporavak segmenta investicionih fondova, uglavnom zbog velikih priliva u novčane fondove i fondove koji ulažu u inostranstvo. Ako posmatramo obje vrste fondova, broj društava za upravljanje značajno se smanjio u oba slučaja, što je posljedica zatvaranja društava za upravljanje i investicionih fondova koji nisu imali dovoljno kapitala, kao i nepostojanje novih investitora zainteresovanih za osnivanje društava za upravljanje fondovima (više u poglavlju 4. ovog rada).

Broj berzanskih posrednika je u konstantnom padu od svog vrhunca u 2007. godini, koji je predstavljao i vrhunac berzanskog poslovanja u Srbiji, kada je zabilježen promet od više od 2 milijarde evra. Od te godine, jedino organizovano tržište kapitala u Srbiji prvo je zabilježilo drastičan pad u svim segmentima, a zatim ušlo u period stagnacije, koji traje već osam godina (više u poglavlju 4). Marinković (2008) ističe dvostruku ulogu Beogradske berze kao jedinog organizovanog tržišta kapitala koje organizuje berzansku, ali i vanberzansku trgovinu akcijama i na taj način zauzima monopolsku poziciju na finansijskom tržištu u Srbiji.³⁴

Devizno tržište, koje je u periodu od 2006. do 2008. godine zabilježilo velike promete (30 milijardi evra u 2006. godini, 22,3 milijarde evra u 2007. godini i 23,6 milijardi evra u 2007. godini), prepolovilo je svoj promet u posljednje četiri godine (jedan od bitnijih razloga velikog prometa na deviznom tržištu u drugoj polovini 2007. godine i prvoj polovini 2008. je u povlačenju kapitala iz Srbije od strane inostranih portfolio investitora – Tabela 1.3).

³⁴ Marinković, S. (2008). *Finansijsko tržište i finansijske institucije u Republici Srbiji*. Ekonomski fakultet, Niš, str. str. 48-49.

Tabela 1.3 . Struktura finansijskog tržišta Srbije, u milionima evra (2003, 2007, 2011, 2015. godina)

	2003.	2007.	2011.	2015.
Banke				
<i>Broj</i>	47	35	33	30
<i>Imovina</i>	5.400	19.700	25.300	25.000
Osiguravajuća društva				
<i>Broj</i>	39	20	28	24*
<i>Imovina</i>	n.a.	890	1.200	1.518*
Lizing kompanije				
<i>Broj</i>	6	17	17	16
<i>Imovina</i>	n.a.	1.202	766	496
Društva za upravljanje dobrovoljnim penzionim fondovima/penzioni fondovi				
<i>Broj</i>	-	7/7	6/9	4/7
<i>Imovina</i>	-	38	119	239
Društva za upravljanje investicionim fondovima/investicioni fondovi				
<i>Broj</i>	-	6/6	9/20	4/13
<i>Imovina</i>	-	50	15	140
Organizovano tržište kapitala				
<i>Ukupan promet</i>	1.420	2.060	280	186
<i>Tržišna kapitalizacija</i>	2.750	18.200	7.800	5.600
Brokersko-dilerske kuće i ovlašćene banke				
<i>Broj</i>	88	93	58	37
Kastodi banke	-	8	11	7
Devizno tržište	800	22.300	16.700	8.000
<i>Godišnji promet</i>				

* treći kvartal 2015. godine

Izvor: Narodna banka Srbije, Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije,
Beogradska berza

Potvrdu da je srpsko tržište kapitala bankocentrično, pored apsolutnih vrijednosti iz Tabele 1.3 daju i podaci iz Tabele 1.4. za period od 2012. do 2014. godine.

Tabela 1.4. Struktura finansijske aktive u Srbiji, 2012-2014. godine

Učešće u ukupnom finansijskom sektoru, %												
	Banke			Lizing			Osiguranje			DPF ³⁵		
	2012.	2013.	2014.	2012.	2013.	2014.	2012.	2013.	2014.	2012.	2013.	2014.
Bilansna suma	92,6	92,4	92,0	2,3	2,2	2,0	4,5	4,8	5,2	0,5	0,6	0,7
Kapital	93,2	93,5	93,6	1,2	0,9	1,1	5,6	5,5	5,4	-	-	-
Broj zaposlenih	70,3	69,0	67,9	1,1	1,1	1,2	28,3	29,5	30,5	0,4	0,3	0,3

Izvor: Narodna banka Srbije (2015). *Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema*, str. 56.

Put koji je srpsko finansijsko tržište, a posebno tržište kapitala, prešao u svojoj tranziciji od svojih početaka 2001. godine do danas, bio je veoma izazovan. Period početnog rasta, može se reći i investicione euforije 2003-2007. godine karakterišu izuzetno visok rast berzanskog prometa, povećanje poslovnih aktivnosti lizing kompanija i osiguravajućih društava, povećanje broja berzanskih posrednika i veoma visok rast bankarske aktive. Međutim, naredni posmatrani period od 2007. do 2011. godine karakteriše drastičan pad berzanskog prometa i broja posrednika, usporavanje rasta bankarske aktive i smanjenje aktivnosti lizing kompanija. Sa druge strane, devizno tržište je imalo visoke promete, dok penzioni i investicioni fondovi pokušavaju da neutralizuju gubitke koji su nastali na počecima njihovog poslovanja 2007-2008. godine. Posljednje četiri godine predstavljaju proces oporavka finansijskog tržišta, koje sada poprima karakteristike razvijenijih finansijskih tržišta, makar kada posmatramo učesnike na tržištu. Prije svega, to se odnosi na rast

³⁵ DPF – Dobrovoljni penzioni fondovi.

veličine tržišta osiguranja, kao i penzionih i investicionih fondova, koji imaju konstantne stope rasta, što se moglo i očekivati s obzirom na relativno nisku osnovu (kod fondova riječ je i o apsolutno niskoj osnovi).

Nivo razvijenosti finansijskog sektora u Srbiji u 2014-2015. godini možemo da analiziramo putem nekoliko indikatora: *odnos ukupno odobrenih kredita banaka prema bruto društvenom proizvodu* od 44% za 2014. godinu. Vrijednost ovog pokazatelja za istu godinu za Hrvatsku iznosi 69%, Bugarsku 60%, Rumuniju 31% i Njemačku 80%.³⁶ *Odnos ukupne premije osiguranja prema bruto društvenom proizvodu* je 1,7% u 2013. godini, dok je prosjek u Evropskoj uniji 7,5% (Srbija je rangirana na 66. mjestu u svijetu), a prosjek za zemlje Centralne i Istočne Evrope je 2,0%.³⁷ *Odnos tržišne kapitalizacije berze i bruto društvenog proizvoda*, kao pokazatelj veličine tržišta kapitala, za Srbiju iznosi 16% u 2015. godini (Zagrebačka berza 39%, Sofijska berza 10%, Bukureštanska berza 20%), ali je taj odnos nerealan zbog velikog broja nelikvidnih kompanija na *Beogradskoj berzi*, tako da je *odnos* ukupnog berzanskog prometa i bruto društvenog proizvoda, koji pokazuje likvidnost tržišta kapitala i koji iznosi 0,43% za Srbiju, realniji pokazatelj razvijenosti finansijskog sektora u Srbiji (Zagrebačka berza 0,93%, Sofijska berza 0,25%, Bukureštanska berza 1,23%).³⁸

Ako pogledamo kako danas izgleda finansijsko tržište u Srbiji, možemo da kažemo da je sada ono institucionalno i regulatorno uobličeno i sa formiranom strukturom finansijskih posrednika. Međutim, na finansijskom tržištu Srbije postoji potreba za novim učesnicima u svim segmentima koji bi ponudili kvalitetniju i raznovrsniju uslugu (čak i na zasićenom bankarskom sektoru, prije svega u oblasti internet bankarstva), zatim za obnavljanjem tržišta korporativnih dužničkih hartija (kako kratkoročnih, tako i dugoročnih), razvojem municipalnih obveznica, kao i u formiranju tržišta derivata (posebno valutnih i robnih). Ključne aktivnosti na srpskom finansijskom tržištu su, prema Vasiljević (2009),³⁹ bile

³⁶ *The World Bank* (28. maj 2016). www.data.worldbank.org.

³⁷ Narodna banka Srbije (2015). *Sektor osiguranja u Srbiji: Izveštaj za 2014. godinu*, str. 7.

³⁸ *Beogradska berza* (28. maj 2016). www.belex.rs.

³⁹ Vasiljević, B. (2009). *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, str. 395-401.

aktiviranje povjerenja investitora (mogli bismo reći i ponovno sticanje povjerenja). povećanje likvidnosti i transparentnosti tržišta i strukturne reforme (koje obuhvataju reformu bankarskog sektora, modernizaciju državnih organa, promjene penzijskog i socijalnog sistema, kao i tržišnu rekonstrukciju preduzeća). Poslije šest godina, ove aktivnosti i dalje ostaju prioritet u tranziciji našeg tržišta.

Finansijsko tržište Srbije dijeli sudbinu ukupnog privrednog sistema i tek sa potpunim prelaskom na tržišne principe poslovanja i završetkom reformi može se očekivati da i finansijsko tržište dobije značaj koji mu pripada. Stanje na kraju 2015. godine treba posmatrati kao novu početnu poziciju u procesu tranzicije srpskog finansijskog tržišta, od koje možemo pratiti budući razvoj finansijskog tržišta i završetak njegove tranzicije.

Jasno je da je u savremenim uslovima visoke tehnološke i informacione razvijenosti, kao i globalizacije svjetske privrede, pojam finansijskog tržišta nemoguće vezivati isključivo za konkretnu lokaciju. Da bi jedna transakcija bila obavljena na finansijskom tržištu dovoljno je da kupac i prodavac finansijskog instrumenta imaju mogućnost da međusobno komuniciraju u pogledu svih relevantnih aspekata transakcije, bez obzira na njihovu geografsku lokaciju. Razvoj komunikacionih tehnologija posebno je uticao na “izmještanje” samog mjesta finansijskog tržišta sa jasno definisanih institucija u svijet virtuelne komunikacije. Neki od ključnih faktora koji su omogućili ovaj proces bili su liberalizacija i deregulacija razvijenih finansijskih tržišta, koji su omogućili prisustvo stranih učesnika na tim tržištima, mogućnost praćenja kretanja vrijednosti finansijskih instrumenata i davanje naloga za trgovinu na inostranim tržištima iz bilo kog kraja svijeta, kao i usklađenost regulative koja se odnosi na finansijska tržišta.

Globalizacija svjetske privrede došla je kao jedan od ključnih principa neoliberalnog kapitalizma koji se nametnuo kao osnovna ideologija u Sjedinjenim Američkim Državama i razvijenim zemljama Zapadne Evrope u posljednjih tridesetak godina. Definisanjem osnovnih principa neoliberalizma poslije Drugog svjetskog rata od strane ekonomista Hajeka, Fridmana i Fon Mizesa, udareni su temelji doktrine koja je svoj pun razvoj

doživjela u periodu vladavine američkog predsjednika Regana i britanske premijerke Tačer osamdesetih godina XX vijeka, a redefinisana je u principima Vašingtonskog konsenzusa od strane američkog ekonomiste Vilijamsona 1989. godine, u skladu sa okolnostima raspada Istočnog bloka i Sovjetskog Saveza. Stavljanje tržišta u prvi plan, ali na način koji omogućava kontrolu od strane krupnog kapitala, deregulacija, sprovođenje privatizacije u svim oblastima i uvođenje konkurencije i u javnom sektoru, predstavljaju karakteristike globalizacije finansijskog sistema, kao i uspostavljanje stabilnog globalnog monetarnog i finansijskog sistema. Globalni monetarni i finansijski sistemi obuhvataju aranžmane koji regulišu promet robe, usluga i finansijskih instrumenata koji se odvijaju između zemalja svijeta i postojanje održivog međunarodnog monetarnog i finansijskog sistema predstavlja izuzetno bitno pitanje za budućnost globalne ekonomije. Obezbeđivanje kvalitetnog funkcionisanja ovih sistema koji mogu da obezbijede kontinuirani, neinflatorni i balansirani rast svjetske ekonomije predstavlja dugogodišnji cilj vodećih svjetskih organizacija i institucija kao što su Svjetska banka (engl. *The World Bank*), Organizacija za ekonomsku kooperaciju i razvoj (engl. *Organization for Economic Co-operation and Development – OECD*), Međunarodni monetarni fond (engl. *International Monetary Fund – IMF*), G7, G20, Forum za finansijsku stabilnosti (engl. *Financial Stability Forum*), Banka za međunarodna poravnanja (engl. *Bank for International Settlement – BIS*).⁴⁰

Poređenje osnovnih postulata funkcionisanja međunarodnog monetarnog i finansijskog sistema u periodu od 1946. do 1973 (period važenja Breton Vuds sporazuma; engl. *Bretton Woods Agreement*) sa stanjem u 2015. godini predstavljeno je u Tabeli 1.5.

⁴⁰ Bank for International Settlement (2015). *85th Annual Report; 1 April 2014 – 31 March 2015*, str. 83.

Tabela 1.5. Međunarodni monetarni i finansijski sistem: uporedba perioda važenja Breton Vuds sporazuma i stanja u 2015. godini

	Period važenja Breton Vuds sporazuma	Stanje u 2015. godini
Monetarno sidro	Eksterno: zlato	Unutrašnje: domaći mandat (npr. cjenovna stabilnost)
Devizni kurs	Fiksiran ali promjenljiv	Hibridno (varira oko definisane vrijednosti)
Glavna svjetska valuta	Američki dolar	Američki dolar (u manjoj mjeri)
Mobilnost kapitala	Ograničena	Hibridna (mobilnost u većem procentu)

Izvor: Bank for International Settlement (2015). *85th Annual Report; 1 April 2014 – 31 March 2015*, str. 84.

U periodu važenja Breton Vuds sporazuma konvertibilnost dolara u zlato bila je monetarno sidro za većinu zemalja, dok je kurs bio fiksiran uz mogućnost korekcija. Domaći monetarni režimi davali su prednost međunarodnoj stabilnosti i rastu tražnje u odnosu na stabilnost cijena, dok je mobilnost kapitala bila ograničena. U današnje vrijeme prioritet predstavlja domaća stabilnost cijena, devizni kurs je uglavnom fluktuirajući, mobilnost kapitala je mnogo prisutnija, dok je dolar i dalje najzastupljenija valuta sa 87% učešća u globalnim deviznim transakcijama (april 2013), dok evro ima 33,4%, a japanski jen 23% (od ukupno 200%, pošto su dvije valute uključene u transakcije).⁴¹

Globalizacija finansijskih tržišta manifestuje se u povezivanju svih lokalnih finansijskih tržišta u jedinstveni globalni sistem koji ruši granice za slobodno kretanje kapitala. Ove promjene, koje su se dogodile u globalnom finansijskom sistemu, rezultirale su visokim rastom svih segmenata globalnog finansijskog tržišta. Jasno je da postoji velika povezanost svih tržišta i finansijskih posrednika i da od aktivnosti navedenih finansijskih institucija

⁴¹ Bank for International Settlement (septembar 2013). *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange Turnover in April 2013: preliminary global results*, str. 10.

(investicioni i penzioni fondovi, osiguravajuće kompanije, banke) zavisi veličina, ali i razvoj tržišta akcija, obveznica, kao i deviznog tržišta.

Formiranje globalnog tržišta kapitala došlo je kao posljedica rasta lokalnih tržišta i potrebe investitora za novim investicionim mogućnostima i bez sumnje predstavlja veoma bitan faktor za ubrzan rast i razvoj tržišta kapitala širom svijeta. Lakoća investiranja na inostranim tržištima, zahvaljujući napretku tehnologije i usaglašenosti zakonskih normi i zaštite prava investitora, i konstantan rast globalnog tržišta kapitala predstavljaju jasan signal da se više nijedno lokalno tržište ne može posmatrati izolovano od globalnih tokova, tako da je finansijskim institucijama omogućeno da svoj portfelj diversifikuju na najbolji način prema svojoj poslovnoj strategiji.

Međutim, sve veća povezanost lokalnih tržišta kapitala istovremeno je stvorila i jaku međuzavisnost lokalnih tržišta kapitala od kretanja na drugim tržištima kapitala i lokalna tržišta učinila veoma zavisnim od globalnih trendova i trendova na velikim tržištima kapitala, putem preliivanja efekata potencijalnih kriza sa jednog na druga tržišta, koja više ne moraju da budu geografski povezana. Kanali kojima se omogućavao rast lokalnih tržišta (strane direktne investicije, strani portfolio investitori, kretanja kamatnih stopa i deviznog kursa), u isto vrijeme su i kanali kojima se šire finansijske “zaraze” sa jednog tržišta na drugo, a lokalna tržišta ostaju bez potencijala i snage za efikasnu odbranu od takvih slučajeva.

1.2 Karakteristike tržišta kapitala u zemljama u razvoju

Pod tržištima u razvoju (engl. *Emerging Markets*) smatraju se tržišta u zemljama koje su u procesu ubrzanog razvoja i industrijalizacije, s tendencijom da postanu razvijene zemlje. Sam pojam “*Emerging Markets*“ prvi je put pomenut 1980-ih godina od strane holandskog investicionog bankara Antoana van Ahtmaela (*Antoine van Agtmael*) kao politički korektnija alternativa do tada popularnom pojmu “manje razvijene zemlje”. Tržišta u razvoju postaju sve značajnija u globalnim okvirima, uzimaju sve veće učešće u skoro svim

ekonomskim oblastima, posebno u međunarodnim trgovinskim i finansijskim tokovima. Zahvaljujući visokim stopama rasta, ove zemlje uzimaju i sve veći procenat u ukupnoj svjetskoj proizvodnji. Finansijske i trgovinske veze između razvijenih i zemalja u razvoju postale su čvršće, ubrzavajući tako proces globalizacije (Tabela 1.6). Ako se uzme u obzir da se u zemlje u razvoju ubrajaju i zemlje poput Kine, Brazila, Rusije i Indonezije, jasno je da se više nije riječ o tržištima koja samo izvoze sirovine i poluproizvode već i visokosofisticirane proizvode, kao i da saradnja između ovih zemalja predstavlja sve značajniji segment globalne trgovine.

Tabela 1.6. Poređenje rasta bruto društvenog proizvoda zemalja u razvoju i razvijenih zemalja, %

Grupa zemalja	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	Prosjek za period
Svijet	5,6	5,7	3,0	0,0	5,4	4,1	3,4	3,3	3,3	3,8	3,8
Razvijene zemlje	3,1	2,8	0,1	-3,4	3,1	1,7	1,2	1,4	1,8	2,3	1,4
Evropska unija	3,6	3,4	0,7	-4,4	2,0	2,8	-0,3	0,2	1,4	1,8	1,0
Tržišta u razvoju	8,2	8,6	5,8	3,1	7,5	6,2	5,1	4,7	4,4	5,0	5,9
Tržišta u razvoju – Evropa	6,4	5,3	3,2	-3,6	4,7	5,5	1,4	2,8	2,7	2,9	3,1

Izvor: Pasquali, V. (2015). World's GDP Growth by Region 2015, *Global Finance*.

Učešće zemalja u razvoju u ukupnom svjetskom bruto društvenom proizvodu, kao i u potrošnji, investicijama i trgovini skoro se udvostručilo u periodu od dvije decenije, tako da su sada razvijene zemlje, koje su dominirale svjetskom privredom, postale veoma zavisne od proizvodne i potrošačke snage zemalja u razvoju. Takođe, vrijednost ukupnih deviznih rezervi koje se nalaze u zemljama u razvoju iznosila je 2008. godine 75% od ukupne

vrijednosti u svijetu, za razliku od 20% koliko je iznosila 1990. godine.⁴² Stope rasta bruto društvenog proizvoda kod zemalja u razvoju za nekoliko puta premašuju prosječne stope rasta razvijenih zemalja i podižu svjetski prosjek, tako da se s pravom ove zemlje sada nazivaju lokomotivama svjetskog razvoja (Tabela 1.7).

Tabela 1.7. Promjene u realnom bruto društvenom proizvodu po glavi stanovnika u dolarima (2010-2014. godina)

Zemlje	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Sjedinjene Američke Države	43.961,00	44.235,00	45.009,00	45.661,00	46.405,00
Kina	2.891,00	3.150,00	3.378,00	3.619,00	3.866,00
Evropska unija	29.672,00	30.130,00	30.008,00	29.958,00	30.240,00
Srbija	4.106,00	4.197,00	4.174,00	4.303,00	4.245,00

Izvor: *Tradingeconomics.com* (2016). Serbia Government Debt to GDP,
www.tradingeconomics.com

Sa rastom njihovih ekonomija i bruto društvenog proizvoda, primjetna je i činjenica da je evidentan značajan rast trgovinske i finansijske povezanosti između samih zemalja u razvoju, koje na taj način postaju sve samostalnije u odnosu na razvijene zemlje pojedinačno i kao grupa zemalja, čime je i uticaj od kretanja u ekonomijama razvijenijih zemalja manji nego što je to prije bio slučaj (ranije je bila aktuelna konstatacija da kad Sjedinjene Američke Države kihnu, čitava planeta dobije upalu pluća).

Kao osnovne karakteristike ovih ekonomija izdvajaju se sledeće:

- nizak nivo bruto društvenog proizvoda po glavi stanovnika: Svjetska banka obično u grupu zemalja u razvoju uključuje one koje imaju niži nivo bruto društvenog proizvoda po glavi stanovnika od 4.085,00 dolara;

⁴² Cose, M. A. & Prasad, S. E. (2010). *Emerging Markets Resilience And Growth Amid Global Turmoil*, The Brookings Institution, Washington DC, str. 2.

- ekonomija u procesu tranzicije: ove zemlje se najčešće nalaze u procesu tranzicije od zatvorenih ekonomija ka tržišno orijentisanim ekonomijama. Ovaj proces uključuje suštinske promjene u ekonomskoj i političkoj sferi;
- više stope rasta nego razvijene zemlje: ove visoke stope često su i rezultat niske osnovice zbog kasnog početka industrijalizacije i značajnijih ulaganja u bazične segmente industrije. Ekonomije nekih od najrazvijenijih zemalja u svijetu, poput Sjedinjenih Američkih Država ili Engleske, bilježe stope rasta od 1-2%, dok za zemlje u razvoju ni dvocifren rast nije rijetkost;
- nestabilnost: zemlje u razvoju veoma su često izložene političkim i ekonomskim nestabilnostima (nasilne promjene vlada, visoke stope inflacije) a kao posljedica nerazvijenosti često i prirodne katastrofe mogu da ostave velike posljedice na ove zemlje (Haiti – zemljotres, Tajland – cunami, Sudan – suša);
- velika zavisnost od globalnih promjena cijena: rast cijena nafte, najznačajnijih svjetskih valuta ili osnovnih prehrambenih proizvoda na zemlje u razvoju može da ostavi mnogo veće posljedice nego na razvijenije zemlje, koje imaju mogućnosti da ublaže negativne efekte ovakvih promjena;⁴³
- izvozno orijentisane ekonomije: budući da imaju nizak nivo domaće potražnje, ove ekonomije se prvenstveno okreću izvoznim proizvodima, gdje ostvaruju niže troškove proizvodnje zbog niskih zarada i troškova;
- nerazvijena infrastruktura: zemlje u razvoju veoma su često u ranoj fazi izgradnje infrastrukture. Ovaj problem najčešće se rješava putem državnih investicija, koje u ovakvim ekonomijama često predstavljaju izvor korupcije, praćen visokim troškovima i slabom efikasnošću;
- rast stranih investicija: ove zemlje obično imaju veliki priliv direktnih i indirektnih stranih investicija, što se obično uzima kao veoma bitan pokazatelj razvoja ovih država. Naravno, preterana zavisnost od stranih ulagača nosi i rizik u slučaju kriza i nestabilnosti;

⁴³ Amadeo, K. (31. mart 2016). *What are Emerging Markets? 5 Defining Characteristics and List*. www.useconomy.about.com.

- mlado stanovništvo: jedna od najčešćih karakteristika zemalja u razvoju jeste da imaju veoma mlado stanovništvo koje može omogućiti visoke i dugotrajne stope rasta, kako zamjenjujući starije radnike, tako i sa strane potrošnje. Sa druge strane, mlada populacija takođe nosi i veći rizik od političke nestabilnosti.

Zemlje u razvoju najčešće imaju organizovano tržište kapitala (berzu), kao i potrebna regulatorna tijela, ali nemaju visok nivo efikasnosti tržišta kapitala, kao ni stroga računovodstvena pravila i zakonsku regulativu u mnogim oblastima. Na ovim tržištima prisutni su investitori koji traže visok prinos, koji se pojavljuje usled brzog ekonomskog rasta, posmatranog kroz rast bruto društvenog proizvoda. Samim tim, prisutna je i visoka stopa rizika zbog političke nestabilnosti, infrastrukturnih problema, volatilnosti nacionalne valute, velikog broja preduzeća u državnom vlasništvu, nelikvidnosti tržišta kapitala i slabog korporativnog upravljanja, itd.

Neki od kriterijuma koje jedna od najpoznatijih svjetskih kompanija u oblasti berzanskih indeksa FTSE Grupa (engl. *FTSE Group*) koristi za određivanje ulazi li neko finansijsko tržište u grupu zemalja u razvoju ili u grupu graničnih zemalja jesu:

- da li nadležna regulatorna tijela (komisije za hartije od vrijednosti) redovno kontrolišu tržište;
- dobro razvijeno i slobodno tržište kapitala i devizno tržište;
- ravnopravan tretman manjinskih akcionara;
- nepostojanje restrikcija za strane investitore;
- postojanje razvijenog sistema za kliring i saldiranje berzanskih transakcija;
- dozvoljeno pozajmljivanje hartija od vrijednosti;
- postojanje klirinške kuće i saldiranje transakcija (T+3 za tržišta u razvoju, T+5 za granična tržišta);
- postojanje kastodi (*custody*) računa;
- efikasan sistem za berzansku trgovinu;
- postojanje dovoljnog broja brokerskih kuća za kvalitetnu konkurenciju;

- likvidnost tržišta kapitala;
- razuman nivo transakcionih troškova;
- postojanje “prodaje na prazno“ (eng. *short sale*) kod trgovine akcijama;
- dozvoljena je vanberzanska trgovina;
- transparentnost tržišta – dostupnost bitnih informacija o kompanijama i redovno izvještavanje;
- razvijeno tržište finansijskih derivata.⁴⁴

Finansijske institucije (banke, osiguravajuće kompanije) i finansijska tržišta (tržište kapitala (akcija, obveznica, derivata) imaju snažan uticaj na ekonomski razvoj, smanjenje siromaštva i ekonomsku stabilnost svake zemlje. Finansijske institucije kontrolišu investicije i menadžerske performanse, što podiže efikasnost preduzeća i smanjuje rizik od zloupotreba insajdera u kompanijama. Pošto tržišta akcija, obveznica i derivata omogućavaju diversifikaciju rizika, ona ohrabruju investicije u rizičnije, ali i potencijalno profitabilnije projekte koji drugačije ne bi imali priliku da zažive. Finansijski sistem dovodi i do smanjenja transakcionih troškova, čime omogućava razvoj trgovine i tehnoloških inovacija.⁴⁵

Kvalitet i nivo korporativnog upravljanja razlikuje se od zemlje do zemlje, kao i među preduzećima iz iste zemlje, ali je empirijski dokazano da je taj nivo na značajno nižem nivou u zemljama u razvoju u odnosu na razvijene zemlje. Na prvom mjestu, riječ je o slabo definisanim zakonskim propisima koji regulišu ovu oblast, koji najčešće ostavljaju mogućnost samim kompanijama da svojim aktima definišu zaštitu manjinskih akcionara, kontrolu menadžmenta, obavezu izvještavanja, itd. Sa razvojem bankarskog sektora i tržišta kapitala, kompanije postaju svjesne da ukoliko imaju razvijeno korporativno upravljanje u skladu sa propisima i standardima, imaju veću mogućnost dobijanja kredita pod

⁴⁴ FTSE Group (10. februar 2016). *FTSE and Russel Indexes*, www.ftse.com.

⁴⁵ Levine, R. (2005). *Finance and Growth: Theory and Evidence*, *Handbook of Economic Growth*, in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.). *Handbook of Economic Growth*, Edition 1, Volume 1, str. 865-934.

povoljnijim uslovima, kao i da će takav pristup izazvati veće interesovanje potencijalnih investitora za njihovu kompaniju.

Razvoj finansijskog sistema, kao jedne od najvažnijih oblasti za zemlje u razvoju, predstavlja napredak u pet ključnih finansijskih funkcija:

- analiza potencijalnih investicija i alokacija kapitala na bazi tih izvještaja;
- podizanje nivoa korporativnog upravljanja poslije investiranja;
- omogućavanje trgovine, diversifikacije i upravljanje rizicima;
- mobilizacija i udruživanje štednje;
- olakšavanje trgovine robom, uslugama i finansijskim instrumentima.

Dobro organizovani finansijski sistem ima značajnu i nezavisnu ulogu u promociji dugoročnog ekonomskog rasta, pošto je empirijski dokazano da ekonomije sa bolje razvijenim finansijskim sistemom (razvijenim bankarskim sistemom i tržištem kapitala) brže rastu ako se posmatraju u dužem vremenskom periodu.⁴⁶ Kao osnovne karakteristike razvijenosti jednog finansijskog sistema koriste se različiti indikatori dubine, dostupnosti, efikasnosti i stabilnosti, prema tome da li se posmatraju finansijske institucije ili finansijsko tržište. Kod mjerenja dubine uvijek se kao djelilac pojavljuje vrijednost bruto društvenog proizvoda kao osnovni pokazatelj veličine jedne zemlje, a tako i jednog tržišta, dok se pored njega koriste i informacije o ostvarenom prometu, tržišnoj kapitalizaciji, dnos cena/zarada (engl. *price/earnings ratio*), ročnost, visina kamatne stope. (Tabela 1.8).

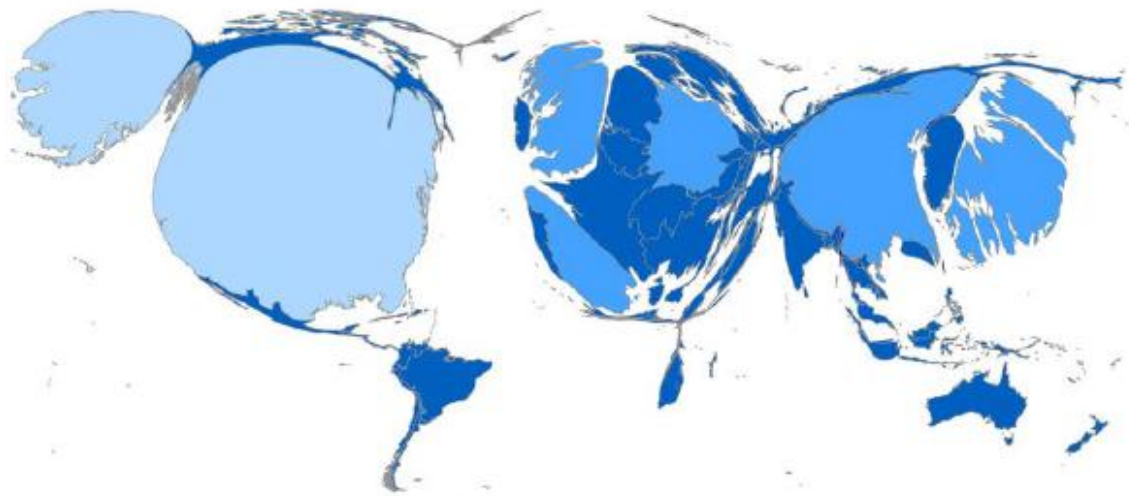
⁴⁶ Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (2008). *Finance, Financial Sector Policies, and Long Run Growth*, Commission on Growth and Development, Working Paper No. 11, IBRD & World Bank, Washington, DC, str. 21.

Tabela 1.8. Karakteristike finansijskog sistema

	FINANSIJSKE INSTITUCIJE	FINANSIJSKO TRŽIŠTE
DUBINA	Privatni krediti/BDP Ukupna aktiva finansijskih institucija/BDP M2/BDP Ukupni depoziti/BDP Bruto dodata vrijednost finansijskog sektora/BD	Kapitalizacija tržišta kapitala + emitovane privatne obveznice/BDP Emitovane privatne obveznice/BDP Državne dužničke hartije od vrijednosti/BDP Međunarodne dužničke hartije od vrijednosti/BDP Kapitalizacija tržišta kapitala/BDP Promet u trgovini akcijama/BDP
DOSTUPNOST	Broj računa u komercijalnim bankama na hiljadu odraslih stanovnika Broj filijala komercijalnih banaka na 100.000 odraslih stanovnika % stanovništva sa bankarskim računom % firmi koje koriste kredite % malih firmi koje koriste kredite	Procenat tržišne kapitalizacije van 10 najvećih kompanija Procenat ostvarenog prometa van 10 najvećih kompanija Prinos na državne obveznice (tromjesečni i na 10 godina) Odnos domaćeg duga prema ukupnom državnom dugu Odnos privatnog prema ukupnom državnom domaćem dugu Odnos novoemitovanih korporativnih obveznica prema BDP
EFIKASNOST	Neto kamatna margina Razlika između depozitne i kamatne stope Odnos prihoda koji nije ostvaren od kamata prema ukupnom prihodu Fiksni troškovi kao % od ukupne aktive Profitabilnost (prinos na aktivu, prinos na kapital) Boone indikator (ili Herfindahl ili H-statistika)	Pokazatelj prometa (odnos prometa i tržišne kapitalizacije tržišta kapitala) Cjenovna usklađenost Uticaj privatnih informacija na kretanje cijena Odnos likvidnosti i transakcionih troškova Cjenovno širenje (spread) kod državnih obveznica Promet privatnih i državnih obveznica na tržištu kapitala Efikasnost saldiranja transakcija
STABILNOST	Z-score (koeficijent predviđanja bankrotstva) Racio adekvatnosti kapitala Racio kvaliteta aktive Racio likvidnosti Neto devizna pozicija/kapital	Volatilnost (standardna devijacija/prosječna) berzanskog indeksa i indeksa državnih obveznica Asimetričnost statističkih podataka vezanih za indeks akcija i obveznica Uticaj manipulacije sa profitabilnošću kompanija na cijene akcija Odnos cena/zarada (Price/earnings racio) Ročnost Odnos kratkoročnih obveznica prema ukupnim obveznicama (domaće, međunarodne) Korelacija sa cijenama obveznica na svjetskim tržištima

Izvor: Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen, E. & Levine, R. (2013). *Financial development in 205 economies, 1960-2010*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, str. 29.

Bez obzira na ubrzan razvoj finansijskog sektora i tržišta kapitala u zemljama u razvoju, još uvijek je ogromna razlika u korist razvijenih tržišta, koja već decenijama imaju postavljene principe funkcionisanja i visoku tržišnu kapitalizaciju (Slika 1.5).



Slika 1.5. Globalni prikaz nejednake razvijenosti finansijskog sistema (veličine zemalja prilagođene su predstavljanju veličine njihovog finansijskog sistema)

Izvor: Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E. & Levine R. (2013). *Financial development in 205 economies, 1960-2010*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, str. 53

Berzanski indeksi predstavljaju veoma relevantan pokazatelj koje se zemlje ubrajaju u zemlje u razvoju, pošto se s njima i trguje na svjetskim berzama, tako da oni predstavljaju konsenzus investitora i analitičara o rejtingu neke ekonomije.

Kao jedan od najpoznatijih indeksa koji prate tržišta u razvoju izdvaja se MSCI Indeks tržišta u razvoju (engl. *MSCI Emerging Markets Index*), koji u julu 2013. godine uključuje 23 zemlje: Brazil, Čile, Kina, Kolumbija, Češka, Egipat, Grčka, Mađarska, Indija, Indonezija, Katar, Južna Koreja, Malezija, Meksiko, Peru, Filipini, Poljska, Rusija, Južna Afrika, Tajvan, Tajland, Turska i Ujedinjeni Arapski Emirati.⁴⁷

⁴⁷ MSCI (09. jul 2013). *Emerging Markets*, www.msci.com.

Grupa najrazvijenijih zemalja među ovim koje se uključuju u tržišta u razvoju poznata je i pod skraćenicom BRICS, od početnih slova sledećih zemalja: Brazil, Rusija, Indija, Kina i Južna Afrika (engl. *Brasil, Russia, India, China, South Africa*). Ovaj pojam prvi put je upotrijebio 2001. godine bankar Džim O' Nil (engl. *Jim O'Neill*) iz investicione banke Goldman Saks (engl. *Goldman Sachs*).⁴⁸

U 2005. godini Goldman Saks je odlučio da uključi 11 zemalja u zajedničku indeksnu grupu koja je nazvana Sledećih 11 (engl. *Next Eleven*) – Bangladeš, Egipat, Indonezija, Iran, Meksiko, Nigerija, Pakistan, Filipini, Južna Koreja, Turska i Vijetnam.

CIVETS – skraćenica koja uključuje pojmove Kolumbija, Indonezija, Vijetnam, Egipat, Tursku i Južnu Afriku (engl. *Columbia, Indonesia, Vietnam, Egypt, Turkey, South Africa*). prvi put se pojavila 2009. godine od strane investicione banke HSBC. U 2011. godini, investiciona banka Fideliti (engl. *Fidelity*) lansirala je novu skraćenicu MINT, koja je obuhvatala Meksiko, Indoneziju, Nigeriju i Tursku (engl. *Mexico, Indonesia, Nigeria, Turkey*), kao zemlje sa velikom i mladom populacijom i visokim stopama privrednog rasta. Ipak, status bilo kog tržišta u razvoju na kraju zavisi od njihovog napretka u ekonomiji, politici i uvozno-izvoznoj dinamici.

Prema izvještaju FTSE grupe, vodeće svjetske institucije za određivanje berzanskih indeksa, čiji je vlasnik Londonska grupa berzanskih akcija (engl. *London Stock Exchange Group*) u grupu zemalja u razvoju koje se nalaze u Evropi ulaze sledeće zemlje: Češka, Mađarska, Poljska, Turska i Rusija.

Ne postoji jedan jedinstveni indeks koji prati tržišta kapitala u zemljama u razvoju, ali postoji nekoliko popularnih indeksa koji investitori prate, poput FTSE Indeks tržišta kapitala u razvoju (engl. *FTSE Emerging Markets*), S&P BMI indeks razvoja (engl. *S&P Emerging BMI*) i MSCI Indeks tržišta kapitala u razvoju (engl. *MSCI Emerging Markets*

⁴⁸ Tett, G. (2010). The Story of the Brics, *Financial Times*, www.ft.com.

Index).

Jedan od popularnijih načina investiranja u zemlje u razvoju jeste putem ulaganja u fondove koji prate cijene neke imovine, poput indeksa, robe ili akcije (engl. *Exchange-Traded Funds – ETF*). Ovi fondovi nude geografsku i sektorsku diversifikaciju, kao i jednostavniji pristup ovim tržištima. Neki od najtrgovanijih fondova koji prate tržišta u razvoju jesu:

- iShares MSCI fond tržišta u razvoju (engl. *iShares MSCI Emerging Markets Index ETF*);
- Vanguard MSCI fond tržišta u razvoju (engl. *Vanguard MSCI Emerging Markets ETF*);
- BLDRS fond tržišta u razvoju 50 američkih depozitnih potvrda (engl. *BLDRS Emerging Markets 50 ADR Index ETF*);
- SPDR S&P fond tržišta u razvoju (engl. *SPDR S&P Emerging Markets ETF*).⁴⁹

Pitanje koji procenat od ukupnog portfolija investirati u tržišta u razvoju predmet je velikih rasprava. Uobičajeno je mišljenje da u ova tržišta treba investirati do 5% ukupnog portfelja mada se, sa sazrevanjem mnogih tržišta u razvoju, ovaj procenat sada diže i na 8-10%, sa daljim trendom rasta. MSCI fond tržišta u razvoju (engl. *MSCI Emerging Markets Index ETF*) koji obuhvata najlikvidnije kompanije iz 21 zemlje u razvoju od svog prvog dana trgovine u aprilu 2003. godine do juna 2016. porastao je za skoro tri puta, dok je u istom periodu S&P Indeks skočio 2,4 puta.⁵⁰

Pored zemalja u razvoju, postoji i grupa zemalja koje se ubrajaju u granična tržišta (ova tržišta su mala, nelikvidna tržišta kapitala, koja se nalaze u nižoj fazi razvoja nego tržišta u

⁴⁹ Kennedy, M. (2015). *Invest in Specific Countries with Country and Region ETFs and ETNs*, www.etf.about.com.

⁵⁰ *Google Finance* (03. jun 2016). www.google.com/finance.

razvoju, sa izraženijim političkim i ekonomskim rizicima i rizicima od prirodnih katastrofa /engl. *Frontier markets*).⁵¹ Ova tržišta značajno su rizičnija za ulaganje od tržišta zemalja u razvoju, ali generalno daju veću mogućnost za više stope prinosa. Prema analizi jedne od najpoznatijih svjetskih kompanija za upravljanje indeksima – MSCI, u ove zemlje spadaju Argentina, Bosna i Hercegovina, Srbija, Hrvatska, Srbija, Nigerija, Ujedinjeni Arapski Emirati, Saudijska Arabija, Vijetnam, Bangladeš, itd.⁵² Kompanija FTSE grupa takođe ima svoj pristup definisanju ovih graničnih tržišta i iz Evrope uključuje još i Kazahstan, Bugarsku, Kipar, Estoniju, Makedoniju itd.

Neki od popularnijih ETF-ova koji prate granična tržišta su:

- Gughenham fond graničnih tržišta (engl. *Guggenheim Frontier Markets ETF*)
- Paueršers fond graničnih tržišta zemalja Bliskog Istoka i Sjeverne Afrike (engl. *PowerShares MENA Frontier Countries ETF*)
- Market vektors fond zemalja iz Golfskog zaliva (engl. *Market Vectors Gulf States ETF*)
- Vizdomtri dividendni fond zemalja Bliskog Istoka (engl. *WisdomTree Middle East Dividend Fund*)
- SPDR S&P fond koji prati zemlje u razvoju Bliskog Istoka i Afrike (engl. *SPDR S&P Emerging Middle East & Africa ETF*)

Pored direktne kupovine akcija na ovim tržištima ili trgovine sa indeksnim fondovima, investitori imaju mogućnost i da trguju sa američkim depozitnim potvrđama (engl. *American Depository Receipts – ADR*). Prve američke depozitne potvrde listirane su na Njujorškoj berzi akcija još 1927. godine, kada je investiciona banka JP Morgan emitovala depozitne potvrde za englesku kompaniju Selfridžis (engl. *Selfridges*).⁵³ Riječ je o kompanijama izvan Sjedinjenih Američkih Država koje su listirane na Njujorškoj berzi akcija (engl. *New York Stock Exchange – NYSE*) i kojih je bilo 466 u junu 2016 (Tabela

⁵¹ <http://internationalinvest.about.com/od/internationalinvest/a/Frontier-And-Emerging-Market-Etfs.htm>.

⁵² MSCI (10. januar 2016). www.msci.com.

⁵³ Desai, M. A. (2007). *International Finance: A Casebook*. John Wiley & Sons, Hoboken, str. 326.

1.9) ili berzi NASDAQ sa ukupno 107 emitovanih američkih depozitnih potvrda u junu 2016. godine, ali su ove hartije generalno manje likvidne od indeksnih fondova (osim ako se radi o velikim kompanijama poput Tojote (engl. *Toyota*), Petročajna (engl. *Petrochina*), Novartis, Erikson (engl. *Ericsson*). Za kompanije koje imaju listirane svoje depozitne potvrde na američkim berzama važi da su ispunile najstrože kriterijume u izvještavanju i korporativnom upravljanju, što predstavlja dokaz da i u zemljama u razvoju postoje kompanije koje zadovoljavaju svjetske standarde, uz činjenicu da je njihov broj sve veći (posebno iz zemalja kao što su Brazil, Rusija, Indija, Kina i Južna Afrika).⁵⁴

Tabela 1.9. Region ili zemlja porijekla kompanija koje su emitovale američke depozitne potvrde na Njujorškoj berzi akcija (1. jun 2016. godine)

Region/zemlja	Broj američkih depozitnih potvrda
Afrika	7
Azija (bez Bliskog Istoka)	96
Australija	4
Bliski Istok	7
Centralna Amerika i Karibi (bez Meksika)	62
Južna Amerika	39
Kanada	84
Meksiko	10
Evropa	157
UKUPNO	466

Izvor: NYSE (01. jun 2016). www.nyse.com.

⁵⁴ NYSE (01. jun 2016). www.nyse.com.

1.3 Transmisioni kanali uticaja globalnog tržišta kapitala na tržišta kapitala zemalja u razvoju

Koncept međunarodnih transakcionih mehanizama, koji objašnjava načine prenošenja ekonomskih faktora među državama, prvi put se pojavio u radu Dejvida Hjuma (engl. *David Hume*) još 1752. godine (mada su slične ideje zabilježene i kod španskih filozofa koji su djelovali u okviru Škole u Salamanki u XVI vijeku).⁵⁵ Prvi talas globalizacije finansijskog sistema vezuje se za period zlatnog standarda od 1880. do 1914. godine, kada se bilježi prvi značajniji talas međunarodnog kretanja kapitala i povezivanje zemalja u svjetsku mrežu finansija i investicija. Prvi svjetski rat zaustavio je globalni trend rasta finansijske saradnje i stagnacija je potrajala u periodu između 1914. i 1945. godine, da bi spora rekonstrukcija svjetskog finansijskog sistema počela poslije konferencije u Breton-Vudsu 1944. godine. Finansijska globalizacija kao integracija zemalja u globalni finansijski sistem postala je sve prisutnija od 1970-ih godina, kada se registruje početak novog talasa međunarodne finansijske integracije, prvenstveno kroz smanjenje kontrole kretanja kapitala, deregulaciju domaćih finansijskih sistema i tehnološku revoluciju, i to ne samo u informatici i telekomunikacijama već i u kreiranju finansijskih proizvoda i finansijskim inovacijama. Zemlje u razvoju su se priključile procesu finansijske globalizacije krajem 1980-ih, kao rezultat rastuće potrebe za investiranjem i povezivanjem što više zemalja u jedinstveni finansijski sistem.

Postoje različite forme transmisionih kanala putem kojih se odvija finansijska globalizacija, uključujući direktne strane investicije, međunarodno emitovanje akcija i obveznica, potrošnju, investicije i neto potrošnju javnog sektora, dvostruko listiranje kompanija, učešće u privatizacijama, osnivanje inostranih banaka, finansiranje međunarodne trgovine, itd.⁵⁶ Proces globalizacije je pokazao da donosi i prednosti, ali i rizike i za razvijene, a još

⁵⁵ Lothian, R. J. (1992). *The International Transmission of Inflation and Deflation*, The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, London, str. 491.

⁵⁶ Beck, T., Claessens, S. & Schmukler, S. L. (2013). *Financial Globalization and Crisis: Overview*, The World Bank, Washington DC, str. 6-9.

više za zemlje u razvoju, sa različitim posljedicama. Jedna od većih prednosti povezivanja tržišta kapitala je u mogućnosti privlačenja više izvora spoljnog finansiranja s nižim troškovima. Sa pristupom većem broju finansijskih instrumenata, finansijska integracija omogućava bolju disperziju rizika. Posebno kad su u pitanju strane direktne investicije, strani kapital podiže nivo znanja i tehnologije koja može povećati nacionalnu produktivnost, dok učešće stranih investitora u bankarskom sistemu i na tržištu kapitala neminovno dovodi po poboljšanja kvaliteta finansijskih usluga.

Tokom posljednje tri decenije globalizacija je postala naizgled stihijski proces, za koji se vjerovalo da je dovoljno da postoje kapaciteti u samim tržištima koji mogu da vode taj proces. U takvim okolnostima zemlje u razvoju i granična tržišta postali su izloženi udarima preko samog tržišta kapitala, kao i preko realnog sektora (pad cijena sirovina, kao veoma bitnog izvoznog proizvoda, i rast troškova zaduživanja; više u Nisanke (*Nissanke*, 2010)).⁵⁷ Uticaj globalnog tržišta kapitala na tržišta kapitala u zemljama u razvoju zavisi prije svega od nivoa razvijenosti lokalnih privreda i dostignutog ekonomskog, političkog i društvenog nivoa. Ukoliko je riječ o veoma zatvorenoj ekonomiji sa restriktivnim uslovima za ulazak stranog kapitala i investicija, postoji izolovanost i od globalnih ekonomskih kretanja i njihovog uticaja na domaće tržište kapitala. Pošto se zemlje u razvoju nalaze u ranoj fazi ekonomskog razvoja, one obično imaju princip što duže zaštite domaćih resursa, odlažući tako neminovni proces uključivanja u globalne tokove. Ipak, neminovnost je da se kroz transmisione kanale i takve ekonomije izlože globalnim tokovima.

Uticaj globalnog tržišta kapitala na tržišta kapitala u zemljama u razvoju odvija se putem više transmisionih kanala, od kojih su najznačajniji:

- privatizacija društvene i državne svojine u zemljama u razvoju;
- potfolio investicije u hartije od vrijednosti;
- uticaj na promjenu regulatornih mehanizama;
- krizni elementi.

⁵⁷ Nissanke, M. (2010). *The Global Financial Crisis and the Developing World: Transmission Channels and Fall-outs for Industrial Development*, Working Paper 06/2009, UNIDO, str. 2.

1.3.1. Privatizacija

Privatizacija predstavlja transfer vlasništva ili usluga u državnom ili društvenom vlasništvu na privatni sektor. Možemo je definisati i kao “izbor smanjenja uloge države i povećanje uloge privatnog sektora u upravljanju i vlasništvu nad imovinom”, što podrazumijeva svaku aktivnost koja državni sektor izlaže tržišnim faktorima i uslovima. Privatizacija se najčešće povezuje sa industrijskim ili uslužnim preduzećima, ali se može odnositi na bilo koju vrstu imovine (zemlja, putevi, pravo na korišćenje izvora vode ili mineralnog bogatstva, itd.). kao i usluge vezane za zdravstvo, održavanje čistoće ili obrazovanje. Međutim, privatizacija sama po sebi predstavlja mnogo više od prostog transfera vlasništva, ona prije svega predstavlja civilizacijski pomak jednog društva, napredak ka višem stepenu razvoja i promjene koja ona izaziva u jednom društvu imaju izuzetan značaj.⁵⁸

Kao osnovni razlozi za privatizaciju mogu se istaći sledeći:

- povećanje državnih prihoda prodajom preduzeća (ovaj argument uvijek sa sobom nosi i političku kontroverzu, budući da se aktuelna vlada odriče budućih prihoda od prodaje, koja se možda mogla obaviti pod boljim uslovima u narednom periodu);
- povećanje ekonomske efikasnosti, profitabilnosti i produktivnosti u privatizovanim preduzećima;
- povećanje konkurentnosti i uvođenje tržišnih principa u ekonomiji;
- smanjeno učešće države u privrednom životu dovodi do smanjenja korupcije;
- ostvarenje većih državnih prihoda po osnovu naplaćenih poreza na dobit, prihod, dividende i dohotke zaposlenih u privatizovanim kompanijama, od kojih se očekuje rast realizacije i dobiti, nego što je bilo ostvareno dok su ta preduzeća bila u državnim rukama;

⁵⁸ Rakočević, R. (2007). *Privatizacija i razvoj finansijskog tržišta u zemljama Istočne Evrope*, magistarski rad, Ekonomski fakultet, Beograd.

- širenje vlasničke strukture u preduzećima, bilo putem direktne podjele akcija ili putem privatizacionih investicionih fondova, čime se akcionarstvo predstavlja najširem krugu stanovništva;
- razvoj tržišta kapitala kroz povećanje dubine tržišta i njegovo pozicioniranje kao efikasnog alokatora kapitala, uz poboljšanje efikasnosti korporativnog upravljanja;
- podizanje globalnog rejtinga same države usled privatizacija u kojima učestvuju multinacionalne kompanije i drugi strani investitori, kao privrede u kojoj funkcioniše tržišna ekonomija i pravna vlast, pošto je to obično uslov za ulazak ovih konglomerata;
- uključivanje u proces globalizacije svjetske privrede.

Neefikasnost države kao vlasnika i menadžera kompanije ističe se kao glavni argument za neophodnost brze i sveobuhvatne privatizacije:

- Poslovni rezultati: Država najčešće ne pokazuje interesovanje za poslovne rezultate kompanija, tako da se često radi o veoma visokim dugovima koje ove kompanije ostvaruju i koji se tolerišu zbog političkih razloga;
- Nova ulaganja: Država može odložiti ulaganje u razvoj određenih kompanija iz političkih razloga, davanjem prioriteta drugim kompanijama, javnim radovima ili zbog održavanja socijalnog mira, iako bi konkretna kompanija ta sredstva mogla iskoristiti za dalji razvoj i ostvarivanje profita;
- Korupcija: Postoji veliki rizik od korupcije u državnim kompanijama, bilo od strane menadžera ili od državnih organa, posebno kod velikih investicionih projekata. Korupcija kod zapošljavanja i partijsko zapošljavanje takođe su veoma česte kod državnih kompanija;
- Socijalni faktor: Država može upravljati određenom kompanijom vodeći računa pretežno o socijalnim faktorima i ciljevima, nauštrb poslovnih kriterijuma, odlažući tako bolne poteze vezane za otpuštanje viška zaposlenih;
- Pribavljanje kapitala: Privatizovane kompanije mnogo lakše pribavljaju potrebna sredstva na tržištu kapitala od onih u državnom vlasništvu;

- Tolerisanje neprofitabilnih kompanija: Postoji veliki rizik da će država podržavati finansijski neprofitabilne kompanije (iako je možda ekonomski opravdano da ta kompanija bankrotira) zbog političkih ili socijalnih faktora;
- Politički uticaj: Kompanije u državnom vlasništvu mogu biti korišćene za ostvarivanje određenih političkih ciljeva i političkih uticaja. Primjeri za to mogu biti kupovina sirovina ili proizvoda od lokalnih proizvođača iako su oni skuplji ili manje kvalitetni od uvoznih, kontrola cijena proizvoda da bi se uticalo na potencijalne glasače pred izbore ili kontrolisala visina inflacije, povećanje broja zaposlenih iznad optimuma da bi se smanjila nezaposlenost, prebacivanje poslovnih pogona u nerazvijena područja, itd. Sve ovo dovodi do toga da takva preduzeća postaju neproductivna i nekonkurentna na tržištu;
- Ostvarivanje profita: Privatne kompanije imaju za cilj ostvarivanje profita, tako da je osnovni poslovni zadatak tih kompanija da ubjede kupce za kupe njihove, a ne konkurentske proizvode. Na taj način one su fokusirane na što kvalitetnije zadovoljavanje potreba potrošača kao primarni motiv, dok državne kompanije mogu imati sasvim drugačije prioritete. Kao jedan od načina za povećanje profitabilnosti, ove kompanije istovremeno povećavaju ekonomičnost i produktivnost u poslovanju. U neprivatizovanim firmama uobičajeno je ponašanje da se porast produktivnosti rada koristi za povećanje plata, a ne za dalje investiranje;
- Savremeni principi upravljanja: Od menadžmenta kompanije postavljenog političkom odlukom, bez procjene menadžerskih kvaliteta, teško se može očekivati da u poslovanju primjenjuje savremene metode korporativnog upravljanja, kontrole rizika, odnosa prema potrošačima, marketinga, bez kojih je praktično nemoguće poslovanje u današnjim korporacijama.

Ukoliko se država odluči za finansiranje neprofitabilnih kompanija ili onih koje su manje profitabilne nego što je realno, taj novac neće biti dostupan drugim profitabilnijim kompanijama, kojima će biti mnogo teže da nađu novac za dalje investicije i projekte. Finansiranje neprofitabilnih državnih kompanija predstavlja nepotrebno opterećenje za poreske obveznike te države. Država nema toliko jak podstrek da obezbijedi da kompanije

posluju dobro, dok je kod privatnih vlasnika on veoma značajan: oni u tom slučaju gube novac. Međutim, u slučaju dobrog poslovanja privatizovanih kompanija pozitivne efekte će osjetiti cijela ekonomija, budući da kvalitetnija socijalna, organizaciona i pravna regulativa predstavlja ključni faktor za uvođenje tržišne ekonomije u jedno društvo. Prema analizi poslovanja nekoliko hiljada kompanija iz Centralne i Istočne Evrope, prosječan godišnji rast produktivnosti u privatizovanim kompanijama iznosio je 4-5%, što je pet puta više nego godišnja stopa rasta kod državnih preduzeća, bez obzira na to što su ta preduzeća imala povlašćen tretman kod banaka i poreskih organa.⁵⁹ Takođe, prihodi ostvareni od prodaje državnih preduzeća predstavljaju značajan monetarni dobitak za jednu ekonomiju i daju osnov za kreiranje kvalitetnijeg društvenog ambijenta za cijelu zajednicu i građane.

Efekti od privatizacije, koja predstavlja jedan od vidova stranih direktnih investicija, su i u činjenici da se tim transmisionim kanalom u zemlji koja sprovodi proces privatizacije, ostvaruju i dodatni pozitivni trendovi pored ranije navedenih, kao što je povećanje broja novih preduzeća (kompanije koje su privatizovane počinju da proizvode više i potrebni su im novi dobavljači robe i usluga), povećava se kreditna aktivnost banaka, aktivnosti građevinskih kompanija, osiguravajućih kompanija, povećava se stopa zaposlenosti, kao i broj tržišnih instrumenata. Pored ovih, postoje i sporedni efekti za lokalnu zajednicu, koja kroz povećanje broja zaposlenih u privatizovanim kompanijama ostvaruje veće prihode od prodaje robe široke potrošnje i usluga, što opet vodi daljem povećanju potrošnje i investicija.

Proces privatizacije prisutan je u više od sto zemalja širom svijeta koje su na različitom stepenu razvoja, od kada je privatizacija prvi put predstavljena u Engleskoj ranih osamdesetih godina prošlog vijeka, ali se svuda javljala kao nužnost za dalji progres jednog društva (više u Megginson i Neter [*Megginson & Netter*], 2001).⁶⁰

⁵⁹ Havrylyshyn, O. & McGettigan, D. (1999). *Privatization in Transition Countries, Lessons of the First Decade*, IMF.

⁶⁰ Megginson, L. W. & Netter, M. J. (2001). *From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization*, Journal of Economic Literature, OECD, str. 2-6.

Možemo da razlikujemo tri grupe zemalja u kojima se sprovodila ili još uvijek sprovodi privatizacija:

- Razvijene ekonomije poput Engleske, Francuske, Njemačke, Sjedinjenih Američkih Država, Novog Zelanda, Japana, koje su i bile začetnice ovog koncepta prodaje državnih preduzeća u periodu 1980-1990. godine;
- Tranzicione ekonomije zemalja Centralne i Istočne Evrope u kojima je proces privatizacije predstavljao ključni faktor u prelasku iz centralno-planske u tržišnu ekonomiju;
- Zemlje u razvoju i nerazvijene zemlje, koje su pokrenule ove procese na inicijativu međunarodnih institucija poput Svjetske banke ili Međunarodnog monetarnog fonda, kao i na osnovu pritiska multinacionalnih kompanija radi dobijanja vlasništva nad značajnim sirovinskim izvorima.

Jasno je da postoje brojne kontroverze kod procesa privatizacije. Pri tome, suprotna mišljenja o razlozima i načinu privatizacije nisu bili karakteristični samo za zemlje Centralne i Istočne Evrope, već i za sve zapadnoevropske zemlje koje su prošle kroz taj proces. Osnovni razlog je politička osjetljivost koju privatizacija nosi, budući da se njen uticaj osjeća u svim životnim aspektima građana jedne zemlje na direktan ili indirektan način. Međutim, da bi se u potpunosti shvatio koncept privatizacije treba istaći da je on predstavljen kao jedan od ključnih postulata neoliberalne političke i ekonomske doktrine, koja je akcenat stavljala na potpunom izbacivanju države iz privrednih odnosa i maksimalnoj deregulaciji i postojanju konkurencije u svim oblastima. Prebacivanjem svih privrednih oblasti u privatne ruke (a to uključuje i obrazovanje, zdravstvo, energetiku, itd.), formira se ambijent u kojem se građani pretvaraju u potrošače i koji predstavlja paralelni sistem u kojem se svaka usluga plaća po tržišnim uslovima, bez obzira na to koliko ona predstavlja pravo koje svaki građanin ima. Sam koncept privatizacije u svojoj osnovi nije pravedan pošto najveću mogućnost kupovine kompanija koje se privatizuju imaju multinacionalne kompanije ili fondovi koji već raspolažu velikim kapitalom, praćeni podrškom međunarodnih finansijskih institucija poput Evropske banke za obnovu i razvoj, Međunarodne finansijske korporacije itd. Ove institucije, zajedno sa Svjetskom bankom i

savjetnicima iz redova međunarodnih investicionih banaka, obično i predstavljaju glavne zagovornike brze privatizacije u zemljama u razvoju, koje su najčešće i uslovljene dobijanjem kredita ili izradom povoljnih izvještaja o ekonomskom napretku ukoliko zemlje u razvoju poštuju zahtjeve ovih institucija.

Privatizacija je naravno potrebna, pogotovo u zemljama koje su imale jaku državnu kontrolu nad kompanijama, ali čitav proces mora da se vodi veoma pažljivo i uz analizu svih pozitivnih i negativnih aspekata koji postoje i koji se mogu javiti u budućnosti. Nezaposlenost koja se javlja kao posljedica privatizacije predstavlja neminovnost i samo je pitanje kako će građani primiti taj udar i na koji način će država definisati nivo otpremnina višku zaposlenih i ponuditi opcije za pokretanje sopstvenog biznisa, kao i predvidjeti učešće građana i zaposlenih u samom procesu privatizacije.⁶¹ Građani ne prolaze bolje ni kao mali akcionari, koji su stekli određeni broj akcija u privatizovanim kompanijama, pošto nemaju dovoljno znanja ni iskustva u vezi sa tržištem kapitala i pravima malih akcionara i najčešće prodaju svoje akcije po veoma niskim cijenama. U tome im nisu pružili odgovarajuće informacije ni država, ni regulatorna tijela tržišta kapitala, ni berza, kao ni berzanski posrednici, kojima neprofesionalno i neetičko ponašanje donosi direktnu korist.

Osnovna pretpostavka koja se nalazi iza afirmativnog pristupa procesu privatizacije je činjenica da preduzeća u privatnom vlasništvu ostvaruju bolje poslovne rezultate od preduzeća u državnom vlasništvu. Poređenje finansijskih i poslovnih rezultata kompanija prije i poslije privatizacije na primjeru kompanija iz 28 industrijskih zemalja koje su privatizovane putem javne podjele akcija u periodu od 1990. do 1996 godine dovelo je do zaključka da je ostvaren izuzetan rast profitabilnosti, ukupnih prihoda, operativne efikasnosti i plaćanja dividendi, kao i značajnog pada zaduženosti kod firmi poslije privatizacije. Najčešće je riječ o kompanijama koje su stekle većinskog vlasnika u vidu

⁶¹ Nellis, J. (1999). *Time to Rethink Privatization in Transition Economies?*, IFC Discussion Paper, No 38, str. 20.

multinacionalne kompanije, koja je donijela svoju korporativnu kulturu, ali i ekonomsku snagu koja donosi dodatni benefit.

Istraživanja koja su analizirala uspješnost privatizacije ističu da u ranoj fazi tranzicije karakter vlasništva nije bio presudan za uspješnost funkcionisanja kompanija. U toj fazi veći uticaj je imala pojačana konkurencija na tržištu, kao i smanjenje ili prestanak budžetskog subvencionisanja, nego da li je vlasništvo bilo privatno ili državno. U kasnijoj fazi tranzicije (od 1994. godine u zemljama koje su ranije započele taj proces) sve više dolazi do izražaja uticaj svojinske strukture. Od 1997. godine prema svim ekonomskim pokazateljima privatizovane kompanije su uspješnije od neprivatizovanih. Mnoga istraživanja su dokazala da su strateško restrukturiranje, velike proizvodne investicije i kvalitetne tehnološke inovacije imale značajne efekte skoro isključivo u privatizovanim kompanijama, i to posebno u onim sa inostranim većinskim vlasnikom.

Istraživanja o performansama privatizovanih preduzeća u poređenju sa državnim dala su sledeće rezultate:

- Zbog sve aktivnijeg procesa privatizacija u svijetu, učešće državnih preduzeća u ukupnom svjetskom društvenom proizvodu palo je sa 10% 1979. godine na 6% 2001. godine;
- Privatne kompanije su efikasnije i profitabilnije nego slične kompanije u državnom vlasništvu;
- Reforme koje se preduzimaju u državama u tranziciji, a koje nemaju vezu sa privatizacijom, poput deregulacija cijena ili liberalizacija tržišta, mogu povećati efikasnost državnih preduzeća, ali su efekti značajno bolji ako se odvijaju uporedo sa privatizacijom;
- U 91% slučajeva kada radnici imaju akcije privatizovanih firmi oni su ih prodavali na berzi ispod tržišne cijene.⁶²

⁶² Megginson, L. W. & Netter, M. J. (2001). *From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization*, Journal of Economic Literature, OECD, str. 70-84.

Privatizacija u zemljama u razvoju mora se posmatrati isključivo kao dio ukupnog tranzicionog programa koji bi trebalo da dovede do kvalitetnih strukturnih promjena. Za razliku od razvijenih zemalja, veliki nedostatak u zemljama u razvoju predstavlja nesposobnost i korumpiranost državnog mehanizma koji sprovodi privatizaciju, pošto je nivo razvijenosti institucija koje sprovode privatizaciju ključan za njen uspjeh. Veoma je važna transparentnost u sprovođenju procesa privatizacije, kao i određivanje pravog momenta za taj proces. Rast efikasnosti, nivoa investicija i dobit koju proces privatizacije treba da donese u poslovanju jedne kompanije, zajednička su posljedica kako ekonomskih reformi i strukturnih promjena u državi i njenoj birokratiji, tako i kvaliteta korporativnog upravljanja u samoj kompaniji.⁶³

Većina privatizacionih programa u okviru tranzicionih ekonomija ostavljala je prostor za pristup privatizaciji od slučaja do slučaja za određenu kategoriju preduzeća. Ovakav pristup omogućava veću kontrolu nad samim procesom kroz posebnu pažnju koja se poklanja definisanju uslova za potencijalnog kupca od koga se očekuje da donese potreban kapital, kao i pristup drugim tržištima, uz maksimiziranje privatizacionih prihoda. Prodaja državnih preduzeća značajno utiče na strukturne reforme u privredi, između ostalog povećavajući budžetske prihode (trenutne kroz prihod od prodaje, buduće kroz poresko opterećenje rastuće osnove za oporezivanje), uz istovremeno smanjivanje budžetskih izdataka koji su korišćeni za finansiranje tih bivših državnih kompanija.⁶⁴

U uslovima niskog nivoa domaće štednje potencijalni investitori za proces privatizacije moraju se potražiti na globalnom tržištu kapitala. Neophodno je da se odgovarajuća zakonska regulativa koja prati privatizaciju, kao i uslovi učešća stranih investitora, definišu na način koji je što bliži standardima u razvijenim ekonomijama, kako bi se na taj način omogućilo učešće ne samo investicionih fondova, koji su više skloni riziku, već i strateških

⁶³ Boubakri, N., Cosset, J-C. & Guedhami, O. (2001). *Economic Reforms, Corporate Governance and Privatization: Evidence from Developing Countries*, str. 6-8.

⁶⁴ Welch, D. & Fremond, O. (1998). *The Case-by-case approach to privatization – Techniques and Examples*, World Bank Technical Paper No. 403, World Bank, Washington D.C., str. 9-11.

investitora koji imaju mnogo striktnija pravila kod investiranja. Ovaj kanal upliva globalnog tržišta kapitala na lokalno tržište predstavlja strane direktne investicije, kao što je ranije navedeno, i jedan je od najznačajnijih kanala jer nosi kako ekonomske, tako i društvene promjene i reforme. Strani investitori donose velike koristi lokalnim privredama, ali ih čine i ranjivim budući da strani ulagači imaju drugačiji poslovni pristup pošto njima lokalna kompanija predstavlja tek dio ukupnog poslovnog sistema i u uslovima negativnih ekonomskih prilika oni te kompanije mogu i ugasiti ili otpustiti značajan broj zaposlenih.

Uticaj privatizacije na razvoj tržišta kapitala u zemljama u razvoju ima snažan uticaj na povećanje likvidnosti tržišta. Zavisno od odabranog modela privatizacije, značajno se povećava i kapitalizacija samog tržišta, učešće domaćih i stranih investitora, broj finansijskih posrednika, pojavljuju se i kastodi banke, registri hartija od vrijednosti, formira se sistem kliringa i saldiranja transakcija. Posebno se popravljaju situacija sa korporativnim upravljanjem, javnim izvještavanjem, kao i zaštita manjinskih akcionara. Dolazak stranih investitora putem privatizacije otvara vrata za strane portfolio investitore, koji se lakše odlučuju za dolazak na nova tranziciona tržišta ako na njima postoje međunarodne kompanije koje su već ispitale uslove poslovanja i poslovnu klimu prije nego što su se odlučile na direktnu investiciju.

Sledeći modeli privatizacije koristili su se u procesu privatizacije u zemljama u razvoju:

- model vaučerske privatizacije;
- model investicione privatizacije;
- kombinovani model privatizacije.

Popularnost vaučerske privatizacije zasnovana je prije svega na njenoj “pravednosti”, pošto je davala jednako pravo svim građanima na određeni broj besplatnih ili skoro besplatnih vaučera, koje su građani mogli zamijeniti za akcije preduzeća, privatizacionih fondova ili jednostavno prodati. Investiciona privatizacija omogućavala je nove investicije u preduzeća i dolazak stranih investitora, dok je kombinovani model, pored građana i investitora, omogućio veće učešće u procesu privatizacije menadžera i zaposlenih. Svaki od ovih

modela imao je svoje dobre i loše uticaje na razvoj berzi, što se može vidjeti na primjeru zemalja Istočne Evrope. Iako je jasno da su mnogi faktori uticali na razvoj tržišta kapitala u bivšim komunističkim i socijalističkim zemljama Istočne Evrope (prije svih politički i socijalni), može se izvući zaključak da je model investicione privatizacije pokazao najbolje rezultate i najpovoljnije uticao na razvoj tržišta kapitala. Prema skoro svim kriterijumima ovaj model je imao najveći uticaj na formiranje i razvoj berzi jer je, prije svega, omogućio listiranje kvalitetnih hartija koje su privukle investitore, čime ove berze i danas, po završetku koncentracije vlasništva u privatizovanim preduzećima, imaju značajan promet i likvidnost. Sve to bilo je praćeno kvalitetnom berzanskom infrastrukturom i podrškom od strane državnih institucija, što je dovelo do toga da, poslije dobrog starta, ove berze danas predstavljaju vodeća tržišta u IE po kriterijumu likvidnosti i prometa (Tabela 1.10).

Tabela 1.10. Uticaj različitih modela privatizacije na razvoj tržišta kapitala u zemljama Istočne Evrope

Model privatizacije	Uticaj na berzu							
	Brzina osnivanja	Broj listiranih kompanija	Broj posrednika	Likvidnost	Promet	Promet/ Tržišna kapital.	Tržišna kapital./ BDP	Rang
Vaučerska	2	1	3	2	2	2	1	II
Investiciona	1	3	1	1	1	1	2	I
Kombinovana	3	2	2	3	3	3	3	III

Izvor: Rakočević, R. (2007). *Privatizacija i razvoj finansijskog tržišta u zemljama Istočne Evrope*, magistarski rad, Ekonomski fakultet, Beograd.

Vaučerska privatizacija je najviše obećavala, ali njena primjena praćena je kontroverzama u skoro svim zemljama koje su odabrale ovaj model. Nizak nivo korporativne kulture preduzeća, praćen slabom zaštitom malih akcionara, doveo je do toga da se ubrzo, uz ovaj model, počela koristiti i investiciona privatizacija. Iako je likvidnost na berzama bila znatno veća u početnoj fazi njihovog funkcionisanja zbog velikog broja malih akcionara, u

narednim godinama vremenom se ona smanjivala na ovim tržištima u odnosu na model investicione privatizacije. Proces koncentracije vlasništva dodatno je uticao na dalje opadanje slobodnog broja akcija (engl. *Free float*) listiranih kompanija.

Kombinovani model privatizacije omogućio je menadžerima i zaposlenima prednost kod privatizacije preduzeća, ali je time uskratio pristup svježem kapitalu na tržištu. Ovaj model praćen je ograničavajućim pravilima berzanske trgovine i velikim uticajem interesnih grupa (menadžera kompanija) na funkcionisanje tržišta kapitala. Berze nastale u zemljama koje su koristile kombinovani model nisu uspjele da obezbijede kvalitetnu ponudu i likvidnost akcija i zato se uz ovaj model najčešće koristila i javna ponuda akcija.⁶⁵

1.3.2. *Portfolio investicije*

Portfolio investicije predstavljaju investicije u kapital preduzeća sa idejom ostvarivanja profita bez direktnog uključivanja u upravljanje kompanijom ili preuzimanje odgovornosti za poslovanje kompanija u koje su investirana sredstva. Ove investicije mogu biti u formi investiranja u akcije ili u korporativne obveznice. One se razlikuju od direktnih investicija ili preuzimanja kompanija u kojima investitor aktivno učestvuje u upravljanju kompanijama. Takođe, strane portfolio investicije imaju veću likvidnost i samim tim i veću mogućnost povlačenja tih sredstava nazad u zemlju porijekla, što ih čini veoma volatilnijim nego što su direktne strane investicije ili investicije putem privatizacije.

Za zemlje u razvoju strane portfolio investicije predstavljaju mogućnost ubrzanog razvoja tržišta kapitala, pošto one predstavljaju rizičniji kapital koji pokušava da stekne prednost investiranjem u uslovima najave ekonomskog rasta, povećanja zaposlenosti i porasta bogatstva u ovim ekonomijama. Međutim, u uslovima ekonomske krize u zemljama u razvoju (ili samo najave takvih kretanja, odnosno ako rezultati ne ispune očekivanja ovih investitora), ovaj kapital se odliva nazad u matične zemlje poput stampeda, izazivajući ili

⁶⁵ Rakočević, R. (2007). *Privatizacija i razvoj finansijskog tržišta u zemljama Istočne Evrope*, magistarski rad, Ekonomski fakultet, Beograd.

produbljujući krizu velikih razmjera. Portfolio investitori imaju diversifikovan portfolio koji zbog svoje širine i treba da ublaži negativne efekte kriza, ali u uslovima globalne povezanosti tržišta kapitala ne postoji tržište koje može da bude “sigurna luka” u uslovima krize, tako da strani portfolio investitori nose sa sobom velike benefite, ali i potencijalno visok rizik za nerazvijena tržišta u zemljama u razvoju ili graničnim tržištima kapitala.

Efekti ove volatilnosti nisu vezani samo za kretanja na finansijskom tržištu već u velikoj mjeri utiču i na kretanje deviznog kursa valuta zemalja u razvoju, kada panično povlačenje portfolio investicija može u kratkom roku dovesti do velike depresijacije domaće valute. Ovo je bio slučaj u uslovima Azijske krize koja je počela 1997. godine i koja se pojavila kao kombinacija većih međunarodnih ekonomskih potresa i krize bankarskog i finansijskog sektora u zemljama Istočne Azije, kada je upravo panični odliv kapitala iz portfolio investicija značajno produbio dimenzije krize.⁶⁶

Jedna od aktivnosti koja samo na prvi pogled smanjuje portfolio investicije u zemljama u razvoju jeste dvostruki listing akcija kompanija iz zemalja u razvoju, koje svoje akcije listiraju, pored berzi u matičnim zemljama, i na nekoj od berzi u razvijenim zemljama.

Na taj način ove kompanije ostvaruju više prednosti:

- prisustvo na likvidnom i dubokom finansijskom tržištu, koje je uvijek u potrazi za novim akcijama, ove kompanije imaju šansu da privuku nove akcionare;
- promovisanje disperzije akcija;
- prevazilaženje barijera za investiranje na lokalnom tržištu;
- postizanje bolje emisione cijene akcija;
- investitori u kompanije sa dvostrukim listingom na razvijenim tržištima prihvataju manje stope prinosa nego kad investiraju na berze u zemljama u razvoju;

⁶⁶ Globalization101.org (15. novembar 2015). *Differences between Portfolio and Direct Investment*. www.globalization101.org.

- visoki zahtjevi vezani za korporativno upravljanje listiranih kompanija na razvijenim berzama dovode do veće sigurnosti investitora i njihove spremnosti da plate višu cijenu za akcije dvostruko listiranih kompanija;
- u slučaju kompanija iz specifičnih industrija (Hi-Tech, IT), na lokalnim tržištima često ne postoji dovoljan broj sofisticiranih investitora u te oblasti;
- postizanje bolje cijene u samoj berzanskoj trgovini;
- veća likvidnost akcija, koja je veoma bitna za investitore;
- veća pokrivenost od strane analitičara (prosječno jednu kompaniju koja je dvostruko listirana prati 5,7 analitičara, dok “običnu” američku kompaniju na NYSE prati 4 analitičara).⁶⁷

Samo dvostruko listiranje ima mnogo širi efekat za tržišta u zemljama u razvoju jer listiranje neke od kompanija iz tih zemalja znači da je moguće da se u takvim privredama pronadu kompanije sa visokim nivoom korporativnog upravljanja, dobrim menadžmentom i poslovnom vizijom. Tako se veći broj inostranih investitora odlučuje da investira i na lokalnim tržištima, pokušavajući da pronadu sledeće kandidate za dvostruko listiranje ili pokušavajući da ostvare dodatni profit arbitražnom trgovinom, što je rezultat manjeg rizika koji oni u tom slučaju imaju kod investiranja na tržišta u razvoju.⁶⁸

1.3.3. Regulatorni mehanizmi

Regulatorni mehanizmi koji se primjenjuju kod finansijskih tržišta predstavljaju veoma bitan dio svakog finansijskog sistema. Regulatorni mehanizmi jedne zemlje obično imaju određene specifičnosti, ali se oni, posebno u razvijenim finansijskim tržištima, u najvećoj mjeri zasnivaju na identičnim principima poštovanja javnosti, ravnopravnosti svih akcionara i rigoroznosti kod kažnjavanja prestupa.

⁶⁷ Sercu, P. (2009). *International Finance: Theory in Practice*, Princeton University Press, str. 642-646.

⁶⁸ Bortolotti, B., De Jong, F., Nicodano, G. & Schindele, I. (2004). *Privatization and Stock Market Liquidity*, Stockholm Institute For Financial Research, Stockholm, str. 7-10.

Skup mjera kojima se definiše funkcionisanje nekog finansijskog tržišta obuhvata regulaciju različitih oblasti iz korporativnog upravljanja, između ostalog:

- prava manjinskih akcionara;
- obaveza redovnog izvještavanja;
- politika dividende;
- emitovanje novih akcija;
- pravila listiranja i berzanske trgovine.

Korporativno upravljanje definiše se skup odnosa između menadžmenta kompanije, njenog upravnog odbora, njenih akcionara i drugih zainteresovanih strana. Korporativno upravljanje takođe obezbjeđuje strukturu putem koje se određuju ciljevi kompanije, kao i sredstva postizanja tih ciljeva i praćenje rezultata. Dobro korporativno upravljanje treba da osigura odgovarajuće podsticaje menadžmentu i zaposlenima u ostvarenju ciljeva koji su u interesu kompanije i njenih akcionara, kao i da olakša efikasno praćenje ostvarivanja ciljeva. Prisustvo efikasnog sistema korporativnog upravljanja unutar pojedinačne kompanije i ekonomije kao cjeline pomaže da se dostigne stepen povjerenja potreban za pravilno funkcionisanje tržišne ekonomije. Kao rezultat toga imamo niže troškove kapitala, firme se podstiču da efikasnije koriste resurse, pa se time potpomaže i rast.

Korporativno upravljanje je samo deo šireg ekonomskog konteksta u kojem posluju firme, a koji obuhvata, na primer, makroekonomsku politiku i stepen konkurencije na tržištu proizvoda i faktora. Okvir korporativnog upravljanja takođe zavisi od zakonskog, regulatornog i institucionalnog okruženja. Pored toga, faktori, poput poslovne etike i zajedničke svijesti o interesima životne sredine i društvenim interesima zajednica u kojima kompanija posluje takođe mogu da imaju uticaja na njenu reputaciju i dugoročni uspjeh. Veoma je važno da postoji međunarodna usklađenost osnovnih korporativnih pravila, tako da OECD već godinama objavljuje svoje principe korporativnog upravljanja koji

predstavljaju svojevrsan “udžbenik” za kvalitetno korporativno upravljanje.⁶⁹ Jedna od uloga korporativnog upravljanja jeste da promoviše poštovanje principa transparentnosti, poštenja, javnosti u poslovanju i pouzdanosti u kompanijama, kao i da održava balans između kompanijskih i društvenih interesa, i između individualnih i zajedničkih potreba, ne ugrožavajući nijedan od ovih aspekata. Korporativno upravljanje tako možemo posmatrati kao set mehanizama pomoću kojih spoljni investitori mogu da zaštite svoja prava od tzv. insajdera (engl. *Insider*), što može da uključi i većinske akcionare, kao i menadžere (više u La Porta i dr. [La Porta et al] 2000).⁷⁰

Jedan od najvažnijih segmenata regulacije odnosi se na zaštitu manjinskih akcionara i kreditora putem pravnog sistema i on predstavlja osnov za razumijevanje obrazaca i nivoa regulacije među različitim zemljama. Razlog što je zaštita investitora ključni faktor jeste činjenica da je u mnogim zemljama ograničavanje i osporavanje prava manjinskih akcionara i kreditora od strane većinskih akcionara veoma prisutno, posebno u nerazvijenim i tržištima u razvoju. Ugrožavanje prava manjinskih akcionara može da ima različite forme, od neovlašćene prodaje imovine velike vrijednosti, garantovanja za kredite druge firme koja je u vlasništvu većinskog vlasnika, zloupotrebe transfernih cijena, razvodnjavanja udjela manjinskih akcionara, nepotizma na menadžerskim pozicijama, preplaćivanja menadžera, ugovaranja štetnih poslova itd., a sve se svodi na ponašanje insajdera kojim oni koriste profit firme za lični interes umjesto za interes korporacije i akcionara.

Obaveza redovnog izvještavanja predstavlja obavezu menadžmenta da pravovremeno i tačno objavljuje sve materijalne činjenice vezane za kompaniju, uključujući i finansijsku situaciju, rezultate, vlasništvo i upravljanje kompanijom, u skladu sa važećim računovodstvenim standardima. Redovnu godišnju reviziju finansijskih izvještaja treba da obavi ovlašćeni nezavisni revizor u cilju pružanja eksternog i objektivnog dokaza odboru i

⁶⁹ OECD (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, www.oecd.gov.

⁷⁰ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A. & Vishny, R. (2000). *Investor protection and corporate governance*, *Journal of Financial Economics*, Volume 58, Issues 1-2, str. 4.

akcionarima da finansijski izvještaji nepristrasno predstavljaju finansijsko stanje i rezultate kompanije u svakom bitnom pogledu.⁷¹

Politika dividendi takođe ima svoje karakteristike u različitim zemljama, ali se generalno povezuje sa konfliktom između interesa menadžmenta i akcionara. Veoma je prisutno i ponašanje većinskih akcionara koji zahvaljujući svojoj dominantnoj poziciji u kompaniji, bez obzira na finansijske rezultate, umjesto isplate dividende odlučuju se za povećavanje kapitala ili formiranje kategorije neraspoređene dobiti, računajući na rast vrijednosti kompanije u budućnosti, uz značajne poreske olakšice.⁷²

Emitovanje novih akcija jedan je od primarnih načina na koji kompanije prikupljaju dodatna sredstva za finansiranje daljeg razvoja, pored kreditnog zaduživanja i emitovanja dužničkih hartija od vrijednosti. Za razliku od emitovanja dužničkih hartija od vrijednosti, koje ne utiču na strukturu vlasništva, kod izdavanja novih akcija mora se voditi računa o pravima postojećih akcionara. Prilikom emitovanja novih akcija postojeći akcionari moraju imati pravo preče kupovine akcija iz nove emisije, kako bi se izbjegao rizik od dilucije njihovog procenta vlasništva u kompaniji.

Pravila listiranja na berzi i pravila berzanske trgovine predstavljaju skup pravila koja kompanije moraju da ispune prilikom podnošenja zahtjeva za listiranje na određenoj berzi, kao i tokom vremena dok se akcijama te kompanije trguje na organizovanom tržištu. Postoje različita pravila za listiranje na različitim tržištima, što se reguliše posebnim pravilnicima svake berze.⁷³ U osnovi svih ovih pravila nalaze se osnovni postulati korporativnog upravljanja, među kojima se javnost u objavljivanju poslovnih izvještaja i važnih informacija (poslovni planovi, aktivnosti insajdera, itd.) smatra izuzetno bitnom. Aktivnosti međunarodnih organizacija i institucija finansijskog tržišta, koje imaju zadatak definisanja i usaglašavanja regulatornih principa na međunarodnom nivou, predstavljaju

⁷¹ OECD (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, www.oecd.gov.

⁷² Kent Baker, H. (2009). *Dividends and Dividend Policy*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, str. 127.

⁷³ Beogradska berza, (2012). *Pravilnik o listingu Beogradske berze A.D.*, www.belex.rs.

jedan od veoma bitnih kanala transmisije uticaja globalnog tržišta kapitala na nacionalna tržišta. Globalni karakter finansijskog tržišta uslovljava i međunarodnu koordinaciju regulatornih mjera i seta pravila, koji imaju ključni doprinos stabilnosti finansijskog sektora u svijetu. Najznačajnije globalne regulatorne organizacije su Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti, Banka za međunarodna poravnanja i Odbor za finansijsku stabilnost.

Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti (engl. *International Organization of Securities Commissions – IOSCO*), predstavlja jednu od najvažnijih međunarodnih organizacija koja povezuje svjetske komisije za hartije od vrijednosti kao osnovne regulatore finansijskog tržišta i koja je prepoznata kao organizacija koja postavlja međunarodne standarde za funkcionisanje i regulisanje globalnog finansijskog tržišta. Osnovana 1983. godine, ova organizacija okuplja 115 komisija za hartije od vrednosti iz čitavog svijeta, koje kontrolišu 95% globalnog tržišta hartija od vrijednosti.⁷⁴ Njen osnovni zadatak je definisanje osnovnih standarda funkcionisanja komisija za hartije od vrednosti u svijetu i globalnog tržišta kapitala, koji omogućavaju postojanje razvijenog, efikasnog i poštenog tržišta hartija od vrijednosti, kao i kontrolu primjene i sprovođenja tih principa. Tri osnovna cilja kojima je posvećena ova organizacija jesu zaštita investitora, obezbjeđenje postojanja efikasnih i transparentnih tržišta i smanjenje sistemskog rizika, koji su definisani posebnim dokumentom “Ciljevi i principi regulacije hartija od vrijednosti“, u kojem je precizirano 38 osnovnih principa regulisanosti tržišta hartija od vrijednosti koje treba poštovati na svakom finansijskom tržištu. Ovi se principi posebno odnose na formulisanje obaveza svih učesnika na finansijskom tržištu, a posebno nadležnih regulatornih tijela (komisija za hartije od vrednosti), emitenata, berzi, berzanskih posrednika, revizora, rejting agencija, kako bi se ostvarili osnovni ciljevi ove organizacije.⁷⁵ Članstvom u ovoj organizaciji lokalne komisije za hartije od vrijednosti prihvataju obavezu da ove principe ugrade u svoje propise i da ih, kroz pripadajuće zakonske i regulatorne okvire, primjenjuju na svojim tržištima kapitala.

⁷⁴ *International Organization of Securities Commissions* (22. januar 2016). www.iosco.org.

⁷⁵ *International Organization of Securities Commissions* (2010). *Objectives and Principles of Securities Regulation*, IOSCO.

Posebnu pažnju Međunarodna organizacija komisija za hartije od vrednosti posvećuje zaštiti investitora, tako da je formirala i poseban portal za zaštitu investitora, na kojem nacionalne komisije za hartije od vrijednosti prijavljuju učesnike na finansijskom tržištu koji ne poštuju zakonske odredbe i koji svojim poslovanjem narušavaju osnovne principe.⁷⁶ Banka za međunarodna poravnanja (engl. *Bank for International Settlement – BIS*) formirana je 1930. godine i predstavlja najstariju međunarodnu finansijsku instituciju. Njeni članovi su 60 centralnih banaka, koje predstavljaju zemlje koje prave 95% ukupnog svjetskog bruto društvenog proizvoda. Osnovna misija Banke za međunarodna poravnanja jeste da pomaže centralnim bankama u svijetu u njihovoj težnji za postizanjem monetarne i finansijske stabilnosti, da podstakne međunarodnu saradnju u tim oblastima i da djeluje kao banka za centralne banke, sa aktivnom ulogom u njihovim finansijskim transakcijama (centralne banke i međunarodne organizacije su jedini klijenti Banke za međunarodna poravnanja).⁷⁷

U okviru Banke za međunarodna poravnanja posebno se promoviše međunarodna saradnja između monetarnih vlasti u okviru Bazelskog procesa (zajednički naziv za međunarodne komitete iz oblasti monetarnog i finansijskog sistema, koji imaju svoje sjedište u okviru Banke za međunarodnu saradnju u gradu Bazelu u Švajcarskoj), u okviru definisanja i primjene zajedničkih standarda u oblasti monetarnog i finansijskog sistema, s posebnim akcentom na globalni bankarski sektor. Najznačajniji komiteti u okviru Bazelskog procesa su Komitet za globalni finansijski sistem (engl. *Committee for Global Financial System*), koji ima zadatak da identifikuje potencijalne rizike na globalnom finansijskom tržištu, kao i da promoviše aktivnosti i mjere koje doprinose njegovoj stabilnosti i razvoju, kao i Bazelski komitet za bankarski nadzor (engl. *Basel Committee on Banking Supervision*), koji predstavlja najvažniju globalnu instituciju za postavljanje standarda u regulisanju banaka i bankarskog sektora. Zadatak ovog komiteta je da ojača regulaciju i nadzor poslovanja banaka u svijetu, s namjerom podizanja nivoa globalne finansijske stabilnosti. Ovaj komitet

⁷⁶ *International Organization of Securities Commissions* (26. novembar 2015). Investor Portal Alert, www.iosco.org.

⁷⁷ *Bank for International Settlement* (28. novembar 2016). www.bis.org.

definiše međunarodni regulatorni okvir u globalnom bankarstvu putem seta svojih mjera poznatih kao Bazel III (engl. *Basel III*), koje treba da ojačaju sposobnost banaka u uslovima budućih finansijskih kriza podizanjem kvaliteta njihovog upravljanja rizikom i jačanjem transparentnosti u poslovanju banaka, kao i smanjivanjem rizika za bankarski sektor u okviru jedne zemlje i međunarodne zajednice.

Odbor za finansijsku stabilnost (engl. *Financial Stability Board*) je međunarodno tijelo koje prati i daje preporuke u vezi sa stanjem u globalnom finansijskom sistemu. Ovaj odbor promoviše međunarodnu finansijsku stabilnost putem koordinisanja aktivnosti između nacionalnih finansijskih institucija i međunarodnih institucija koje definišu standarde u finansijskom sektoru, s ciljem jačanja regulatornih i nadzornih aktivnosti na svim nivoima. Njegove aktivnosti usmjerene su ka procjenjivanju rizika u finansijskom sistemu i identifikovanju regulatornih i nadzornih aktivnosti koje treba preduzimati radi otklanjanja tih rizika, promovisanju globalne koordinacije nadležnih regulatornih organa, savjetovanju u primjeni regulatornih standarda, saradnji s Međunarodnim monetarnim fondom u vezi sa uspostavljanjem Sistema za rano upozoravanje (engl. *Early-Warning Exercise*), koji je usmjeren ka procjeni mogućnosti pojave rizika koji imaju malu mogućnost pojave, ali koji mogu da imaju velike posljedice po globalni finansijski sistem, kao i definisanju aktivnosti u tim slučajevima.⁷⁸ Sistem za rano upozoravanje integriše makroekonomske i finansijske perspektive i postojanje sistemskog rizika u ekonomskom, finansijskom i fiskalnom sektoru, uz praćenje rizika od međusektorskog i međunarodnog preliivanja kriza, u jedinstveni skup mjera kao međunarodnu reakciju na pojavu kritičnih situacija.⁷⁹

Međunarodno udruženje supervizora u osiguranju (engl. *International Association of Insurance Supervisors – IAIS*) osnovano je 1994. godine i okuplja više od 200 svjetskih regulatornih institucija iz 140 zemalja, koji zajedno čine 97% od ukupne svjetske premije osiguranja. Osnovni ciljevi ovog udruženja su da promoviše efikasan i globalno usklađen nadzor u industriji osiguranja s ciljem da se razvije sigurno i stabilno tržište osiguranja,

⁷⁸ *Financial Stability Board* (29. novembar 2015. godine). www.fsb.org.

⁷⁹ *International Monetary Fund* (9. mart 2016). IMF-FSB Early Warning Exercise, www.imf.org.

prvenstveno u korist i zaštitu osiguranika, kao i da doprinese globalnoj finansijskoj stabilnosti.⁸⁰

Međunarodno udruženje depozitnih osiguravača (engl. *International Association of Deposit Insurers – IADI*) osnovano je 2002. godine sa zadatkom da poboljša efikasnost sistema osiguranja depozita putem promovisanja osnovnih principa obavljanja te djelatnosti i međunarodne saradnje. Ovo udruženje okuplja 82 institucije osiguranja depozita iz 78 zemalja, koji zajedno saraduju na uspostavljanju što kvalitetnijeg globalnog sistema osiguranja depozita.⁸¹

Sve navedene međunarodne institucije imaju za osnovni cilj uspostavljanje stabilnog i održivog finansijskog sistema i svaka u svom domenu preduzima aktivnosti za ostvarivanje tog cilja. Obezbeđivanjem usklađenih pravila i regulative na globalnom nivou postižu se jasni i predvidljivi uslovi za funkcionisanje svih učesnika na finansijskom tržištu, što dovodi do rasta međunarodne saradnje i razvoja globalnog finansijskog sistema.

1.3.4. Krizni elementi

U uslovima globalizacije dolazi do smanjenja ili ukidanja ograničenja u protoku novca, robe, ljudi, ideja, informacija između različitih zemalja. Međudržavne granice se brišu da bi se omogućilo nesmetano kretanje kapitala u svim svojim oblicima, kako bi se što više povećalo tržište na kojem se pod istim uslovima proizvode ili prodaju proizvodi i usluge. Razvijenije zemlje putem direktnih investicija podižu nivo industrije u manje razvijenim zemljama, što je najčešće praćeno i liberalizacijom trgovinskih i carinskih propisa.

U realnosti, globalizacija ima svoje pozitivne i negativne strane. Pozitivni efekti relativno su lako uočljivi i predstavljaju sledeće kategorije:

⁸⁰ International Association of Insurance Supervisors (10. oktobar 2015). www.iaisweb.org.

⁸¹ International Association of Deposit Insurers (11. oktobar 2015). www.iadi.org.

- manje restriktivni trgovački sporazumi, koji olakšavaju kretanje robe, radne snage i kapitala između zemalja;
- veće prisustvo investitora iz različitih zemalja povećava brojnost izvora finansiranja, što dovodi i do smanjenja troškova zaduživanja;
- standardizovanje propisa iz svih ekonomskih oblasti čini kretanje kapitala manje rizičnim;
- dostupnost informacija i znanja iz različitih oblasti društvenog života podiže kvalitet obrazovanja i uopšte načina života;
- prisutnost lokalnih kulturnih i društvenih sadržaja na svjetskoj pozornici.

Negativni efekti takođe su usko vezani sa pozitivnim efektima:

- jednostavan priliv kapitala iz inostranstva predstavlja i rizik od jednako lakog odliva kapitala iz zemlje, bez restrikcija i ograničenja;
- izloženost globalnom valutnom tržištu ostavlja ekonomije manjih zemalja na milost i nemilost globalnim kretanjima;
- jednostavnija procedura zaduživanja i jeftiniji izvori dovode do rasta rizika od moralnog hazarda;
- praćenje svetskih trendova u društvenom životu narušava tradicionalne vrijednosti.

Sve veći rast elektronske trgovine (engl. *e-commerce*), laka dostupnost proizvoda i informacija iz cijelog svijeta putem interneta, takođe čine realnost današnjeg globalnog društva.

Jedan od najpriznatijih modela u svijetu kojim se mjeri nivo prisutnosti globalizacije u zemljama je KOF Indeks globalizacije (engl. *KOF Index of Globalization*), koji izdaje KOF Ekonomski institut iz Švajcarske (engl. *KOF Swiss Economic Institute*). Njihov indeks se sastoji od tri parametra:

- ekonomske globalizacije, koja predstavlja dugoročni protok kapitala, robe, usluga i informacija, kao i povezanost finansijskih tržišta;

- političke globalizacije, kao rasprostranjenosti javnih politika;
- socijalne globalizacije, kao širenja ideja i informacija i slobodnog povezivanja ljudi.⁸²

Pored ova tri parametra, KOF Ekonomski institut uračunava i:

- aktuelne ekonomske tokove;
- ekonomska ograničenja;
- podatke o protoku informacija;
- podatke o ličnim slobodama;
- podatke o kulturnoj povezanosti.

Prema KOF Indeksu globalizacije za 2015. godinu, prvih deset zemalja na svijetu navedene su u Tabeli 5, dok se Srbija nalazi na 56. poziciji sa indeksom od 65.49 (Tabela 1.11). Nije iznenađenje što se među prvih deset zemalja nalaze neke od zemalja s najvišim iznosima investiranog kapitala u inostranstvu.

Tabela 1.11. KOF Indeks globalizacije

Pozicija	Zemlja	Indeks globalizacije
1.	Irska	91.30
2.	Holandija	91.24
3.	Belgija	91.00
4.	Austrija	90.24
5.	Singapur	87.49
6.	Švedska	86.59
7.	Danska	86.30
8.	Portugal	86.29
9.	Švajcarska	86.04
10.	Finska	85.64

⁸² KOF Swiss Economic Institute (2014). *KOF Index of Globalization*, www.kof.ethz.ch.

Izvor: KOF Swiss Economic Institute (2014). *KOF Index of Globalization*,
www.kof.ethz.ch

Financijska globalizacija, kao značajan dio ekonomske globalizacije, dovela je do povećavanja značaja financijskog sektora u odnosu na realni sektor, što je dovelo i do transfera dohotka iz jednog u drugi sektor i doprinelo rastućoj nejednakosti dohotka i stagnaciji zarada. Financijska kriza, koja je počela u Sjedinjenim Američkim Državama, prvo se proširila na ostala financijska tržišta širom sveta, da bi se potom prenela i na realni sektor, dovodeći do globalne ekonomske krize praćene smanjenjem investicija i ekonomske aktivnosti, samim tim i smanjenjem potrošnje i povećanjem nezaposlenosti. Širenje krize iz jednog regiona po cijelom svijetu odvija se poput zaraze, koja počinje na jednom segmentu financijskog tržišta i na jednom geografskom području, da bi se potom proširila i na druge segmente, kao i na druge regione. Transmisioni kanali koji su korišćeni za razvoj financijskih tržišta širom svijeta i putem kojih je omogućen rast lokalnih tržišta (strane investicije [direktne i portfolio]) i privatizacija, kao i njihovo usaglašavanje sa globalnim regulatornim principima i standardima, doveli su i do njihove povezanosti sa globalnim trendovima koji su u uslovima rasta svjetskog financijskog tržišta davali značajan impuls manjim tržištima, ali su ih istovremeno ostavili izloženim i negativnim uticajima krize koja je zadesila velika svjetska tržišta. Pravila koja su preporučena od strane međunarodnih regulatornih udruženja bila su uglavnom prilagođena razvijenim ekonomijama i financijskim tržištima, koja su imala značajne resurse za premošćavanje posljedica krize, dok su zemlje u razvoju prihvatile te standarde, koji su u određenim okolnostima morali da budu restriktivniji i konzervativniji nego za razvijene zemlje.

Širenje krize direktno je povezano i sa gubitkom povjerenja u najveća svjetska financijska tržišta, koja su predstavljala sinonim za uspješna i razvijena tržišta. U okolnostima kada najrazvijenija tržišta ulaze u recesiju i gubitke, panično ponašanje investitora se velikom brzinom proširilo širom svijeta, izazivajući domino efekat u cijelom svijetu. Upravo psihološki faktor u širenju zaraze na financijskim tržištima može se koristiti kao objašnjenje

promjena u ponašanju investitora, koji tako prenose efekte krize sa jednog tržišta na drugo, kao da je u pitanju medicinski fenomen.

2. *Tranzicija tržišta kapitala u Srbiji od 2000. do 2007. godine*

Tranzicija centralno-planskih privreda sa prostora bivšeg Sovjetskog Saveza i SFR Jugoslavije predstavljala je najvažniji segment njihovog privrednog, ali i društvenog života u postkomunističkom periodu. Ekonomski sistem zasnovan na centralizovanom upravljanju privredom, kontroli cijena i deviznog kursa, ukidanju tržišnih principa poslovanja, državnim vlasništvom nad preduzećima, nepostojanju privatne svojine, nije mogao da opstane u uslovima promjene političkog sistema. Tranzicija predstavlja prelaz iz autokratije u demokratiju, prelaz iz centralno-planske privrede u tržišnu ekonomiju, ali predstavlja i više od toga, riječ je civilizacijskom iskoraku koji nijedan segment političkog, privrednog, ali i individualnog života ne ostavlja nepromijenjen.

Osnovni ciljevi tranzicije prema Roland (2000)⁸³ jesu:

- efikasnija alokacija resursa kroz predstavljanje fleksibilnih cijena i uvođenje tržišne ekonomije;
- makroekonomska stabilizacija;
- proces privatizacije državnih kompanija, uz stimulisanje otvaranja novih privatnih kompanija;
- politička i institucionalna stabilnost;

⁸³ Roland, G. (2000). *Transition and Economics, Politics, Markets, and Firms*, The MIT Press, Cambridge, str. 11.

- zaštita privatne svojine.

Početak tranzicije srpskog društva vezuje se za period od 2000. godine, kada su se desile političke promjene koje su omogućile aktivnije sprovođenje ovih ciljeva, iako je i do tada Srbija imala veći nivo prisustva tržišnih elemenata u svojoj privredi od drugih, posebno komunističkih zemalja. Tranzicija tržišta kapitala u Srbiji pratila je brzinu i intenzitet tranzicionih procesa u privredi i društvu u Srbiji i u najvećoj mjeri nije mogla da se ubrza i intenzivira i nisu se mogli donijeti propisi ili regulativa koji su u određenom trenutku bili u suprotnosti sa ukupnim tranzicionim trendovima u Srbiji, i koji su takođe imali svoje pozitivne, ali i negativne predznake, u skladu sa iskustvima iz drugih zemalja.

S početkom tranzicije u Srbiji, svoju tranziciju je počelo i srpsko tržište kapitala. Tržište kapitala se sastoji iz dva segmenta, tržišta akcija, odnosno vlasničkih hartija od vrijednosti i tržišta dugoročnih obveznica kao dužničkih hartija od vrijednosti. Oba ova tržišta bila su veoma nerazvijena u periodu prije 2000. godine u Srbiji, uz sporadično trgovanje akcijama djelimično privatizovanih kompanija i nepostojanje korporativnih dugoročnih hartija od vrijednosti.

Tokom devedesetih godina dvadesetog vijeka u Srbiji je funkcionisala Beogradska berza, kao jedino organizovano tržište kapitala u zemlji, kao i berzanski posrednici (brokerske i brokersko-dilerske kuće), dok poslovne banke i osiguravajuća društva nisu bila aktivni na srpskom tržištu kapitala. Klirinška kuća, investicioni i penzioni fondovi nisu postojali, dok je poslove nadzora i kontrole nad finansijskih tržištem obavljala Savezna komisija za hartije od vrednosti. Savezna Republika Jugoslavija, Republika Srbija i Narodna banka Jugoslavije emitovale su isključivo kratkoročne hartije od vrijednosti, koje su uglavnom kupovale poslovne banke.

Novi početak razvoja tržišta kapitala u Republici Srbije vezuje se za period koji je uslijedio poslije 5. oktobra 2000. godine, kada je došlo do političkih promjena u Srbiji. Te promjene predstavljaju i početak tranzicije srpskog društva, praćene početkom reformi u svim

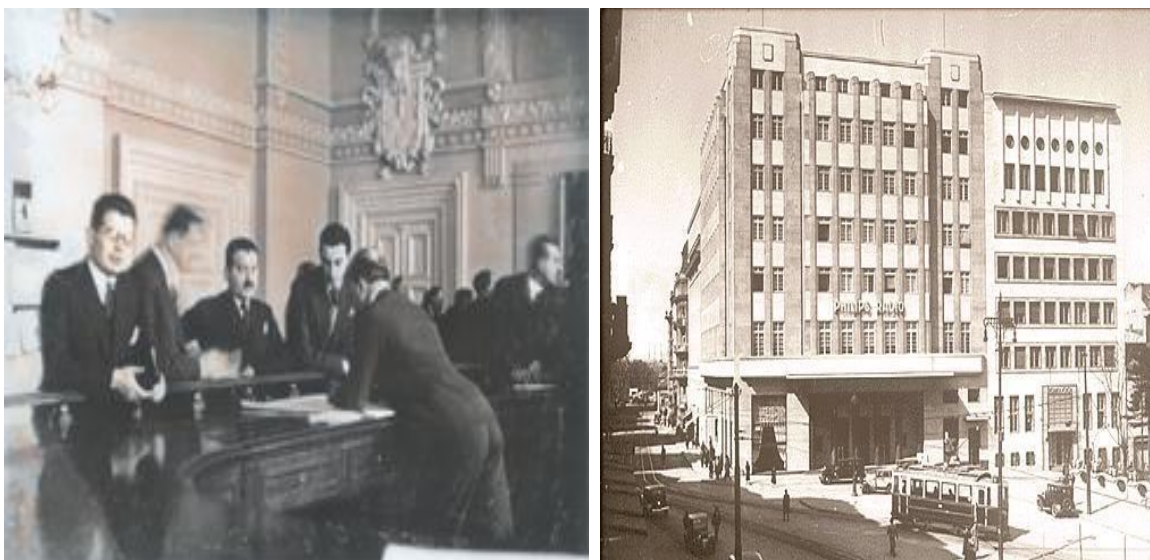
oblastima ekonomskog, pravnog i društvenog života, donošenjem novih propisa vezanih za privatizaciju srpskih kompanija, formiranjem institucija neophodnih za funkcionisanje tržišta kapitala, liberalizacijom tokova novca i kapitala, ubrzavanjem procesa privatizacije, što je stvorilo preduslove za značajan razvoj srpskog tržišta kapitala u periodu od 2000. godine. Sama tranzicija imala je za cilj stvaranje pouzdanog i likvidnog tržišta kapitala (akcija, prije svega), putem seta reformi regulative, institucija i svojinskih odnosa, što je trebalo da omogući ubrzani razvoj tog tržišta. Veliki uticaj na realizaciju reformi imalo je zatečeno stanje na društvenom nivou, gdje je tržište kapitala imalo drugorazredni značaj, u okolnostima koje su se odnosile na tranziciju čitavog društvenog i ekonomskog sistema Srbije. Tržište kapitala takođe je bilo izloženo uticaju brojnih unutrašnjih problema koji su izazvali stanje u kojem se tržište nalazilo, tako da tranzicija, iako je bila jasno definisana, nije imala potreban intenzitet i, posebno, brzinu.

Budući da na tržištu kapitala u Srbiji od 2000. do 2015. godine nije postojalo razvijeno tržište dugoročnih korporativnih obveznica, a da su obveznice stare devizne štednje emitovane radi izmirivanja obaveza građanima Srbije po osnovu devizne štednje u bankama koje su otišle u stečaj, glavni akcenat u ovom poglavlju će biti na tranziciji tržišta akcija u Srbiji i aktivnostima jedinog organizovanog tržišta kapitala u Srbiji, Beogradske berze. Jedino u tom segmentu tržišta akcija mogla je da se prati tranzicija tržišta kapitala u Srbiji, budući da je vanberzansko tržište akcija, koje se odvijalo putem ponuda za preuzimanje akcija, bilo segment tržišta akcija koje je služilo isključivo za koncentraciju vlasništva i, na neki način, predstavljalo konkurenta tržištu kapitala pošto je veliki broj kompanija, koje su tako dobile svog većinskog vlasnika, prelazio u drugu pravnu formu (iz akcionarskog društva u društvo sa ograničenom odgovornošću) i isključivao se sa tržišta kapitala u Srbiji.

2.1. Uslovi u kojima se razvijalo tržište kapitala u Srbiji

Prve ideje o osnivanju berze pojavile su se u Srbiji tridesetih godina devetnaestog veka (poređenja radi, prva berza na svijetu u Amsterdamu osnovana je 1602. godine,⁸⁴ a Bečka berza 1771. godine⁸⁵), ali je tek 1886. godine, na inicijativu kralja Milana M. Obrenovića, Narodna skupština Srbije usvojila Zakon o javnim berzama. Nekoliko godina kasnije, 21. novembra 1894. godine, održana je Osnivačka skupština Beogradske berze, izabrana je stalna uprava, prvi direktor Beogradske berze Dimitrije Stamenković i prvi berzanski posrednici (senzali). Cilj osnivanja Berze bilo je unapređenje, olakšanje i regulisanje trgovinskog prometa svakovrsne robe (naročito zemaljskih proizvoda), svih hartija od vrijednosti čije je kotiranje dopušteno, čekova i bonova, kovanog i papirnog novca.⁸⁶

Razvojem trgovanja različitim instrumentima javila se potreba za formiranjem dva posebna odjeljenja: odjeljenje za trgovinu robom – Produktna berza – i odjeljenje za trgovinu valutama – Valutna berza. U tom periodu Beogradska berza je važila za najbolje organizovanu privrednu ustanovu u zemlji, a cijene koje su utvrđivane na njoj bile su praćene i na drugim evropskim berzama (Slike 2.1. i 2.2).



⁸⁴ Petram, L. O. (2011). *The world's first stock exchange: how the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602-1700*, FGw: Instituut voor Cultuur en Geschiedenis, PhD Thesis, Amsterdam, str. 17.

⁸⁵ Wiener Borse (2016). *Die Geschichte der Borse*, www.wienerbourse.at.

⁸⁶ Štimac, M. (1998). *Srpsko berzansko poslovanje*, Stubovi kulture, Beograd, str. 75-83.

Slike 2.1. i 2.2. Berzanski sastanak, rani XX vijek i Zgrada Beogradske berze

Izvor: *Beogradska berza* (2015). www.belex.rs (Slika 2.1); *Skyscrapercity.com* (13. novembar 2015).

www.skyscrapercity.com (Slika 2.2)

Početak dvadesetog vijeka na Beogradskoj berzi su se kotirale državne hartije od vrijednosti, kao i akcije preko 140 novčanih zavoda. U periodu između dva svjetska rata, posle pauze od četiri godine i u izuzetno teškoj privrednoj situaciji, Beogradska berza ponovo pokreće svoje poslovanje i naredni period do početka Drugog svjetskog rata smatra se najboljim periodom od početka postojanja berze u Srbiji.⁸⁷

Poslije Drugog svjetskog rata došlo je do uvođenja socijalizma i društvene i državne svojine nad preduzećima i bankama, tako da Beogradska berza u tom novom društvenom poretku više nije imala nikakvu ulogu. Formalno je postojala sve do 1953. godine, kada je ukinuta Odlukom Vlade Srbije.

Sa liberalizacijom društvenih i ekonomskih odnosa u Jugoslaviji i početkom privrednih reformi pod vođstvom tadašnjeg premijera Ante Markovića, i nakon usvajanja Zakona o tržištu novca i tržištu kapitala, 1989. godine formirano je Jugoslovensko tržište kapitala, čiji su osnivači bile 32 najveće banke sa teritorije tadašnje Jugoslavije, a godinu dana kasnije, formirana je i Savezna komisija za hartije od vrednosti.⁸⁸ U decenijama koje su uslijedile poslije Drugog svjetskog rata Srbija nije imala svoju samostalnost, pošto je uvijek bila dio veće zajednice naroda, prvo kao republika u okviru SFR Jugoslavije, zatim kao jedna od dvije članice SR Jugoslavije, pa Državne zajednice Srbija i Crna Gora, do konačne samostalnosti kao Republika Srbija koju je stekla 5. juna 2006. godine. Ekonomske reforme koje pokušao da sprovede tadašnji premijer SFR Jugoslavije Ante Marković, pored pokušaja da se privreda zemlje izvuče iz inflatorne spirale i sve veće stagnacije (Tabela 2.1), imala je za cilj i smirivanje političkih tenzija i sukoba koji su već postajali realnost.

Tabela 2.1. Stopa inflacije, visina deficita i gubici preduzeća u SFR Jugoslaviji (1980-1990)

⁸⁷ *Beogradska berza* (11. novembar 2015). www.belex.rs.

⁸⁸ *Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije* (14. novembar 2015). www.sec.gov.rs.

Godina	1980.	1981.	1982.	1983.	1984.	1985.	1986.	1987.	1988.	1989.	1990.
Inflacija (%)	31,00	39,00	31,00	40,00	54,00	72,00	90,00	120,00	194,00	1.240,00	121,00
Deficit platnog bilansa (u milionima dolara)	3.891,00	3.728,00	4.012,00	2.958,00	2.723,00	2.374,00	2.054,00	1.811,00	2.382,00	4.215,00	2.360,00
Godišnji gubici preduzeća (% bruto društvenog proizvoda)	n.a.	~2,1	~2,1	~2,1	~2,1	2,8	3,0	6,6	5,7	15,0	n.a.

Izvor: Barać, D. (2012). *Razgrađivanje supstance ekonomije – zašto smo tu gde smo*. Nova srpska politička misao, www.nspm.rs.

Jedan od osnovnih stavova u ovom programu, pored zamrzavanja plata, fiksiranja kursa dinara za nemačku marku, dobijanja novih kredita za stabilizaciju, bilo je i uvođenje privatizacije društvenih preduzeća putem podjele akcija zaposlenim radnicima. To je trebalo da bude prvi korak ka razbijanju socijalističkog ekonomskog sistema, uvođenjem tržišne ekonomske utakmice i ukidanjem društvene i državne svojine. Međutim, fiksiranje kursa dovelo je do velikog povećanja uvoza, što je poslije samo godinu dana dovelo do devalvacije dinara od 28%, realna nezaposlenost iznosila je preko 40%, a politička nestabilnost i samostalno vođenje ekonomske politike od strane republika doveli su i do upada u platni sistem SFRJ od strane više republika (Hrvatska, Slovenija, Srbija).⁸⁹

Tokom 1992. godine, podstaknuto raspadom Jugoslavije, Jugoslovensko tržište kapitala menja ime u Beogradska berza. Na Beogradskoj berzi se tokom 90-ih godina uglavnom trgovalo kratkoročnim dužničkim hartijama od vrijednosti preduzeća (komercijalnim zapisima, obveznicama) i u manjem obimu državnim obveznicama (Slika 2.3). Berza je primarno služila kao mjesto na kojem su kompanije tražile dodatne izvore finansiranja po manjim kamatnim stopama nego što su tada odobravale banke. Veliki dio prometa kratkoročnim hartijama od vrijednosti odvijao se i na vanberzanskom tržištu kapitala, pošto je jedini uslov za trgovinu bila registracija hartija od vrijednosti kod Komisije za hartije od vrijednosti, dok se promet mogao odvijati van Beogradske berze, preko berzanskih

⁸⁹ Barać, D. (2012). *Razgrađivanje supstance ekonomije – zašto smo tu gde smo*. Nova srpska politička misao, www.nspm.rs.

posrednika, uz obavezu prijavljivanja ostvarenog prometa Komisiji za hartije od vrijednosti.



Slika 2.3. Sala za trgovinu Beogradske berze, 1994. godina

Izvor: Beogradska berza (2015). www.belex.rs

Iako je još 1991. godine obavljeno prvo trgovanje akcijama po tada važećem Zakonu o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine (preduzeća Sintelon iz Bačke Palanke i Auto-kuća Kikinda), upravo osnovni postulati tog zakona nisu predstavljali pravi temelj za razvoj tržišta kapitala, pošto su preduzeća mogla samostalno da odlučuju o pretvaranju društvene svojine u druge oblike svojine.⁹⁰ Takođe, hiperinflacija koja se desila 1993. godine praktično je obezvrijedila vrijednosti akcija preduzeća koja su ušla u transformaciju pošto je postojala mogućnost kupovine akcija na rate, tako da je veliki broj preduzeća već te godine privatizovan. Ekonomske i političke sankcije koje su Ujedinjene nacije uvele protiv SR Jugoslavije 1992. i 1993. godine takođe su ostavile značajan trag na srpsku privredu, koja se sve više prebacivala u sivu i crnu zonu. Međutim, sa radikalnom ekonomskom i monetarnom reformom 1994. godine hiperinflacija je zaustavljena, a proces sprovedeni transformacije poništen je i ponovo je vraćena društvena svojina kao primarni oblik svojine u srpskim preduzećima.

⁹⁰ *Pravni informator* (28. mart 2016). www.informator.rs.

Novi zakon kojim je regulisan proces privatizacije u Srbiji, Zakon o svojinskoj transformaciji, donesen je novembra 1997. godine, ali nije donio potrebnu regulisanost i ozbiljnost samom konceptu, pošto je privatizacija i dalje bila neobavezujuća i neoročena. Međutim, bilo je predviđeno da se 60% kapitala preduzeća podeli zaposlenim radnicima, bivšim zaposlenim i penzionerima i to tako što su oni imali pravo na besplatne akcije u iznosu od 400 njemačkih maraka za svaku godinu radnog staža, uz dodatne popuste za svaku godinu radnog staža od 1%. Narednih 10% kapitala društvenih preduzeća prenosilo se Fondu za penzijsko i invalidsko osiguranje, a preostalih 30% se nudilo ostalim zainteresovanim građanima Srbije (dio kapitala koji nije prodat prenosio se u Akcijski fond Republike Srbije).⁹¹

Iako se ovim zakonom pružala mogućnost relativno brze privatizacije, u praksi je veoma mali broj preduzeća iskoristio mogućnost privatizacije, tako da se na Beogradskoj berzi i dalje trgovalo isključivo dužničkim hartijama od vrijednosti.

Značajniji pomak u trgovanju na Beogradskoj berzi ostvaren je tek 2000. godine, kada se, na talasu promjena u političkoj sferi u Srbiji, pojačao i talas privatizacije. Prvi put u istoriji poslije Drugog svjetskog rata u sekundarno trgovanje uključene su akcije iz prethodnih postupaka privatizacije. Na listing Beogradske berze počele su sve više da se uključuju privatizovane kompanije, a od 2001. godine počela je i trgovina obveznicama stare devizne štednje. Obaveza koju je država Srbija preuzela prema građanima koji su imali deviznu štednju u državnim bankama koje su otišle u stečaj, kao prema i građanima koji su imali deviznu štednju u bankama Jugoskandik i Dafiment, regulisana je Zakonom o regulisanju javnog duga Savezne Republike Jugoslavije po osnovu devizne štednje građana.⁹² Ovim zakonom propisana je konverzija deviznih štednih uloga građana u obveznice Republike Srbije za građane čije je prebivalište bilo u Srbiji. Promet akcijama odvijao se isključivo preko Berze (osim davanja ponuda za preuzimanje akcije za više od 25% kapitala kompanija), dok se obveznicama moglo trgovati na Berzi i vanberzanski. Pored ovih

⁹¹ *Zakon o svojinskoj transformaciji* (1997). Službeni glasnik Republike Srbije, 32/97.

⁹² *Zakon o regulisanju javnog duga SR Jugoslavije po osnovu devizne štednje građana* (2002). Službeni list SRJ 36/2002

hartija, na Berzi se i dalje trgovalo s komercijalnim zapisima preduzeća, kao i blagajničkim zapisima Narodne banke Jugoslavije. Promet Beogradske berze rastao je iz godine u godinu, kao i broj transakcija i broj investitora iz zemlje i inostranstva (Tabela 2.2).

Tabela 2.2. Ukupan promet na Beogradskoj berzi 2000-2007. godina

	Promet (dinari)	Promet (evri)	Broj transakcija
2001.	50.156.494.837,00	840.860.293,00	46.073
2002.	102.298.249.980,00	1.685.411.342,00	83.952
2003.	93.070.409.210,00	1.420.303.206,00	127.786
2004.	40.583.663.543,00	556.635.879,00	138.842
2005.	48.350.670.609,00	581.464.086,00	173.545
2006.	100.583.951.914,00	1.210.439.480,00	141.499
2007.	164.990.865.957,00	2.059.769.522,00	301.210

Izvor: *Beogradska berza* (15. decembar 2015). www.belex.rs

Veliki doprinos ovoj berzanskoj ekspanziji dalo je i formiranje Centralnog registra hartija od vrednosti 2001. godine, koji je obavljao ulogu klirinške kuće za hartije od vrijednosti, čime je obezbijedeno sigurno izvršenje transfera hartija od vrijednosti između vlasnika. U 2004. godini konačno je uvedeno kontinuirano i daljinsko trgovanje akcijama i obveznicama stare devizne štednje, a iste godine objavljen je i prvi indeks Beogradske berze BELEXfm. Naredne 2005. godine omogućena je i trgovina u realnom vremenu akcijama i obveznicama stare devizne štednje, direktno iz kancelarija brokerskih kuća, dok je preko platforme Belexinfo.rs svim zainteresovanim učesnicima omogućeno da elektronskim putem i u realnom vremenu prate kretanje cijena, ostvaren promet i dubinu tržišta.⁹³

⁹³ *Beogradska berza* (9. jul 2015. godine). www.belex.rs.

Kvalitet jedne berze, u smislu veličine njene tržišne kapitalizacije, broja listiranih kompanija, prometa, u direktnoj je korelaciji s nivoom razvijenosti jedne zemlje i snage njene privrede i kvaliteta zakonskih okvira i pravne regulative, kao i nivoom korporativne kulture. Privreda Srbije je u XXI vijek ušla sa veoma lošim stanjem, poprilično oslabljena ratovima na prostoru bivše Jugoslavije, dugogodišnjim sankcijama, bombardovanjem iz 1999. godine, kao i političkim previranjima. Novi državni vrh, na čelu sa Zoranom Đinđićem, započeo je veliki talas promjena u društvenoj i ekonomskoj sferi, čiji je jedan od temelja činio novi Zakon o privatizaciji iz 2001. godine.⁹⁴ Sistemom u čijoj je osnovi bilo ukidanje društvene svojine izvršena je transformacija na hiljade kompanija u akcionarska društva, sa ogromnim brojem akcionara iz redova zaposlenih i građana koji su radili u državnim i vojnim ustanovama. Poslije više od šezdeset godina pauze, Beogradska berza je ponovo postala prisutna u srpskom društvu, ali je njen značaj ipak bio marginalizovan time što se na njoj tgovalo akcijama “po sili zakona”, tj. zato što na njoj nije bilo listiranja kompanija koje su radile inicijalne javne prodaje, već su bile samo privatizovane kompanije koje su konsolidaciju vlasništva morale da obave preko javnog tržišta. Takođe, listiranje kompanija na berzi bilo je stvar odluke menadžmenta kompanija, koji u određenim slučajevima jednostavno nisu želeli da se izlože tržišnoj procjeni kvaliteta njihovog poslovanja i upravljanja putem berzanske trgovine i poštovanja korporativnih uzansi, pogotovo što bi takav potez mogao da dovede do “nepoželjnih” suvlasnika u kompanijama. Može se reći da je slučaj prve takve trgovine bila prva aukcija akcija Apatinske pivare a.d. 2001. godine, kada je propustom brokera menadžmenta pivare kupac paketa akcija od 9.97% kapitala postao engleski investicioni fond Salford, koji je poslao signal ostalim firmama koje su imale takve namjere, i one su od tada znatno pažljivije određivale tajming i uslove svog izlaska na berzu. Sa druge strane, kasnilo se sa usvajanjem predviđenih izmjena Zakona o privatizaciji, kojim je trebalo da bude propisano da i mali akcionari mogu da podnesu zahtjev Komisiji za hartije od vrednosti i Beogradskoj berzi za listiranje svojih akcija (u situacijama kada menadžment kompanije to odbija da uradi), kao i da se ponuda za preuzimanje akcija nekog preduzeća može dati samo pošto se akcijama tih kompanija već trgovalo na Beogradskoj berzi. Na taj način određeni broj lokalnih

⁹⁴ *Ministarstvo privrede Republike Srbije* (2001). Zakon o privatizaciji, www.priv.rs.

biznismena došao je do većinskog paketa akcija u određenim renomiranim srpskim kompanijama na vanberzanskom tržištu,⁹⁵ bez prave tržišne utakmice, i time je onemogućeno da se prava malih akcionara ostvare u potpunosti, da se dubina i kvalitet ponude hartija na našoj berzi znatno poboljšaju, kao i da se domaćim i stranim investitorima pruži prilika da postanu akcionari u tim firmama (Tabela 2.3).

Tabela 2.3. Broj ponuda za preuzimanje srpskih kompanija (2004-2010)

Godina	Broj ponuda za preuzimanje kompanija
2004.	1 ⁹⁶
2005.	0
2006.	76
2007.	149
2008.	177
2009.	98
2010.	83

Izvor: *Beogradska berza* (24. jun 2015). www.belex.rs.

Takođe, sve vlade Srbije od 2000. godine pa do današnjih dana uporno su odbijale svaku ideju da se neko od javnih preduzeća, poput Elektroprivrede Srbije, Telekom Srbije, Pošte Srbije, pojave na listingu Berze. Izuzetak je kompanija Aerodrom a.d. Beograd, koja danas predstavlja jednu od najtrgovanijih akcija na Beogradskoj berzi i koja poštuje sve obaveze javnog izvještavanja i standarde korporativne kulture.

Osnovna karakteristika tokom trajanja procesa privatizacije je da se na Beogradsku berzu u najvećem broju slučajeva posmatralo kao na “nužno zlo” i mjesto na kojem treba da se “registruju” unaprijed dogovorene koncentracije vlasništva između velikih lokalnih investitora, političke nomenklature i menadžera kompanija i prema tome su se i krojili i

⁹⁵ Na ovaj način privatizovane su kompanije Knjaz Miloš Arandjelovac, Carnex Vrbas, Centroprodukt Beograd, Vital Vrbas, C market Beograd, Novosti Beograd, Luka Beograd, itd.

⁹⁶ Prva ponuda za preuzimanje bila je ponuda za preuzimanje kompanije Inos sinma a.d. Užice.

zakonski i berzanski propisi. Nijedna ozbiljna i dugotrajna promotivna akcija od strane države nije urađena u edukaciji građana i kompanija u vezi sa berzanskom trgovinom i pravima malih akcionara. Taj propust doveo je do toga da se nikad nije ni formiralo povjerenje građana u instituciju Beogradske berze i srpskog tržišta kapitala, pošto su građani u najvećem broju prodavali svoje, najčešće besplatno stečene akcije privatizovanih kompanija, upravo zbog činjenice da nisu znali kako funkcioniše berzanska trgovina i šta mogu da očekuju. Nepovjerenje građana prema berzi posebno se iskazalo u periodu od 2001. do 2005. godine i to na dva načina: kroz masovnu prodaju akcija od strane malih akcionara, koji su ih besplatno stekli, kao i činjenicom da je veoma mali broj domaćih fizičkih lica kupovao akcije van kruga postojećih berzanskih posrednika i njihovih prijatelja.

Ogroman broj listiranih kompanija i nerealno visoka tržišna kapitalizacija berze u 2004, 2005. godini davali su lažnu sliku veličine i značaja Beogradske berze. Sve to bilo je praćeno i ogromnim rastom cijena akcija, koji je pokrenut prilivom novca inostranih investitora koje je velika globalna likvidnost u periodu od 2001. godine učinila nestrpljivim, pa su agresivnim trgovanjem na našem nerazvijenom (pravom primjeru graničnog tržišta) berzanskom tržištu učinili da berzanski indeksi dostignu izuzetno visoke vrijednosti.

Sve u svemu, nameće se zaključak da Beogradska berza i nije mogla da postigne više od onoga što je uradila u periodu od 2000. do 2007. godine, budući da je bila ograničena kako sistemskim (makroekonomskim i političkim faktorima), tako i faktorima vezanim za samo funkcionisanje tržišta kapitala. Postavlja se pitanje da li je uopšte bilo realno očekivati da jedna takva institucija, koja je u svijetu ključni simbol razvijenih tržišnih privreda, može u Srbiji da bude drugačija i kvalitetnija od ostatka privrede i društva koje se nalazilo u tranzicionom raskoraku između socijalističkog nasleđa i neoliberalnog modela kapitalizma, za koji nije bilo spremno. Pored toga, kvalitetan razvoj tržišta kapitala je sve vrijeme bio limitiran političkim motivima, tako da je takav tretman od strane vladajućih političkih krugova u to doba u određenoj mjeri ostvario svoj cilj – legalizaciju tranzicijske otimačine

od strane političke i ekonomske kvazielite, dok je formiranje i razvoj jedne od ključnih institucija moderne ekonomije ostavljeno da se stihijski realizuje, bez iole značajnije podrške ili bilo kakvog osjećaja nelagode ili krivice kod nadležnih institucija.

2.2. *Uticao sistemskih faktora i faktora vezanih za tržište kapitala u Srbiji*

Početak tranzicije u Srbiji može se povezati s periodom raspada SFR Jugoslavije, sa uvođenjem višepartijskog sistema i sistemom kvaziprivatizacije, bez obaveznosti i oročenog datuma završetka. Kao zemlja u kojoj je dominantan oblik svojine bila društvena svojina kao posljedica ekonomskog sistema koji je uspostavila višedecenijska politička vlast Komunističke partije Jugoslavije, uvođenje reformi u ekonomskom životu moralo je da krene od reforme vlasničke strukture u srpskim kompanijama. Privatizacije koja je bila sprovedena prema Zakonu o svojinskoj transformaciji iz 1991. godine bila je praktično poništena izmjenama tog zakona iz 1994. godine, ali se ništa nije promijenilo što se tiče razvoja tržišta kapitala u Srbiji.

Na tranziciju tržišta kapitala u Srbiji u periodu od 2000. do 2015. godine ključni uticaj su imali sistemski faktori i faktori koji proizlaze iz samih karakteristika tržišta kapitala. U najvažnije sistemske faktore možemo da ubrojimo:

- odabrani model privatizacije;
- reforma bankarskog sistema; i
- otvaranje prema svijetu, kroz strane direktne investicije i stranu pomoć.

Pored ovih faktora, u sistemske faktore spadaju i:

- makroekonomska situacija u zemlji;
- monetarna i fiskalna politika;
- politički faktor;
- politika deviznog kursa dinara;

- spoljnotrgovinska razmjena;
- nivo razvijenosti radne snage, tehnologije i obrazovanja;
- korupcija.

Ključni faktori vezani za samo tržište kapitala u Srbiji su:

- prevelika uloga države;
- prevelik uticaj vantržišnih faktora (politički rizik i insajderska trgovina);
- niska korporativna kultura listiranih kompanija;
- netransparentnost tržišta (nizak nivo zaštite prava investitora i manjinskih akcionara);
- skromna ponuda finansijske aktive i mala likvidnost;
- nizak nivo učešća domaćih investitora.

Ako posmatrano političku i ekonomsku situaciju u kojoj se nalazila Srbija 2000. godine, kada je ponovo počela trgovina akcijama na Beogradskoj berzi, može se reći da je Srbija tada bila na početku svog puta ka modernoj evropskoj državi –skoro u svakom pogledu.

Očekivanja građana bila su da će se konačno sprovesti značajne reforme i tranzicija u svim oblastima, posebno u ekonomiji i pravosuđu. Pored građana Srbije, i Svjetska banka je insistirala na smanjenju javnog sektora, korigovanju strukture javnih troškova i strukturnim reformama.⁹⁷ Međutim, tranzicija i transformacija srpske privrede, a s njom i transformacija tržišta kapitala, nije izvedena na pravi način. Poznati njemačko-britanski sociolog Ralf Dahrendorf (engl. *Ralf Dahrendorf*) napisao je da za učvršćivanje demokratije u postsocijalističkim društvima Istočne Evrope važi pravilo 666 – da mora da prođe 6 mjeseci da se formira zvaničan višepartijski politički sistem, zatim 6 godina za stvaranje političkih, ekonomskih i pravnih uslova za razvoj demokratskog društva i narednih 60 godina, u

⁹⁷ Svetska banka (2004). *Republika Srbija – Program za ekonomski rast i zapošljavanje*, Izveštaj 292580-yu.

kojima bi trebalo da se formira građansko društvo.⁹⁸ Srbija sada izgleda zaglavljena u ovoj drugoj fazi, koja već traje mnogo duže od “preporučenih” šest godina. Radikalne reforme sprovedene u vrijeme Zorana Đinđića bile su zasnovane na liberalizaciji spoljne trgovine i tokova kapitala, sa fiskalnim i strukturnim reformama i privatizacijom u finansijskom sektoru praćenom likvidacijom banaka. Ipak, možda je pravi izraz za stanje u kojem se Srbija nalazi izraz “tranzicionizam“, koji predstavlja stanje nepostojanja jasne vizije kapitalizma kojoj jedna zemlja teži, tj. postojanje vizije “političkog“ kapitalizma.⁹⁹

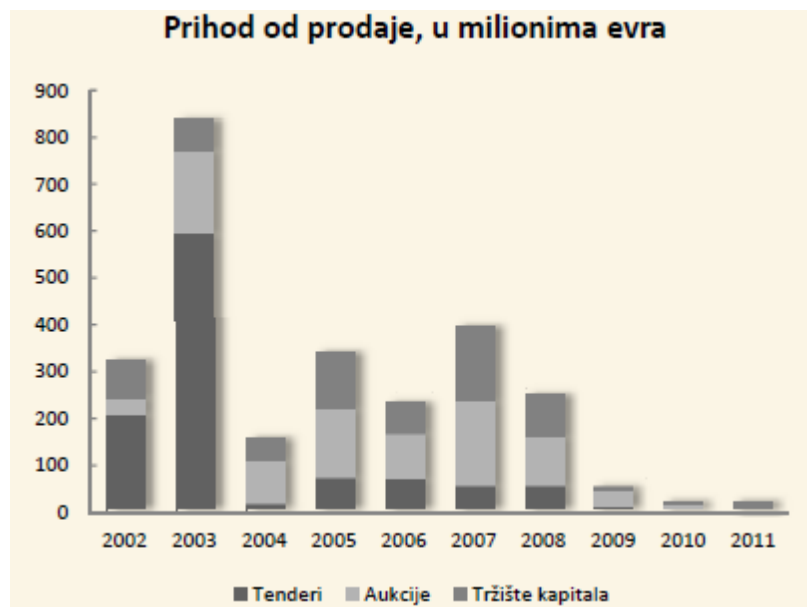
Kao jedan od ključnih sistemskih faktora, odabrani model privatizacije prodajom preduzeća putem tendera i aukcija, kao i besplatna podjela akcija zaposlenima, u startu je ograničio domete razvoja tržišta kapitala u Srbiji. Proces privatizacije postao je u novom Zakonu o privatizaciji iz 2001. godine oročen, sveobuhvatan i obavezan (za sve osim za monopole koji su ostali u državnom vlasništvu), ali za razliku od zemalja koje su odabrale investicionu privatizaciju (prodaja kompanija putem inicijalnih javnih ponuda, uz obavezno listiranje – Engleska, Francuska, Poljska), model koji je primijenjen u Srbiji imao je za cilj da se omogući dirigovana privatizacija, tako što se odabrani način privatizacije mogao prilagoditi interesima investitora.

Insistiranje na prodaji velikih kompanija iz ključnih privrednih grana (naftna industrija – Naftna industrija Srbije Novi Sad, Beopetrol Beograd; duvanska industrija – Duvanska industrija Niš, Duvanska industrija Vranje; industrija guma – Tigar Pirot, Trayal Kruševac; hemijska industrija – Merima Kruševac, itd.), putem tendera, ostavila je manjinske akcionare bez mogućnosti da na Beogradskoj berzi postignu bolju cijenu od one koju je postigla država, što bi sigurno bio slučaj da su oni imali mogućnost da prvi prodaju svoje akcije na tržištu. Takođe, listiranjem ovih kompanija na berzi omogućila bi se i tržišna verifikacija vrijednosti tih kompanija, čime bi se sigurno postigla veća cijena za državni paket akcija u samoj tenderskoj proceduri, pošto je potražnja za akcijama takvih kompanija bila na visokom nivou.

⁹⁸ Rajak, N. (2016). *Zakasnela tranzicija u Srbiji*, Srpski akademski krug, www.akademskikrug.rs.

⁹⁹ Pavićević, Ž. (28. novembar 2015). *Zašto Srbiji nedostaje vizija kapitalizma?*, www.vremeje.rs.

U periodu od 2002. do 2011. godine u Srbiji je ukupno privatizovano 2.380 preduzeća, a ukupno prihodi od privatizacije iznose 2,6 milijardi evra (Grafikon 2.1). Najveći prihodi ostvareni su putem tenderskih prodaja i to u ranoj fazi procesa privatizacije, dok je tržište kapitala imalo najmanje učešće u ukupnoj prodaji.



Grafikon 2.1. Prihodi od procesa privatizacije u Srbiji (2002-2011. godine)

Izvor: Nikolić, I. (2012). *Privatizacija u Srbiji – između euforije i razočarenja*, Savetovanje Naučnog društva ekonomista Srbije, Ekonomski institut, Beograd, str. 11.

Od samog starta tranzicije u Srbiji jedan od primarnih ciljeva tranzicije bila je reforma bankarskog sistema. Jedan od prioriteta nove demokratske vlasti iz 2000. godine bila je liberalizacija tokova kapitala i novca otvaranjem naše privrede za strane investicije, gdje je bankarski sektor bio jedan od ključnih segmenata liberalizacije (Tabela 2.4).

Tabela 2.4. Bankarski sektor u Srbiji 2001-2007. godina

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.
Broj banaka	86	50	47	43	40	37	35

Imovina (milijarde dinara)	891,90	330,40	377,20	510,00	775,00	1.169,00	1561,80
----------------------------	--------	--------	--------	--------	--------	----------	---------

Izvor: Prof. dr Vasiljević, B. (2009). *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, str. 338.

Dugo godina isključivo sastavljen od domaćih banaka, srpski bankarski sektor odjednom je otvoren za strane banke, koje su iz godine u godinu povećavale svoje tržišno učešće i brojnost. Prinudnim stečajem koji je 2002. godine pokrenut nad četiri najveće srpske banke – Beogradske banke, Beobanke, Jugobanke, Investbanke – koje su imale 57% učešća u ukupnoj bilansnoj sumi bankarskog sektora Srbije, širom je otvoren prostor za otvaranje stranih banaka, koje su bile podržane od strane svojih centrala i sa širokom ponudom povoljnih kredita preuzele bankarski sektor u Srbiji.¹⁰⁰

Prema analizi Konferencije Ujedinjenih nacija za trgovinu i razvoj (engl. *United Nation Conference on Trade and Development – UNCTAD*), koja prikazuje procenat učešća stranih banaka u ukupnoj sumi aktive banaka u zemljama Jugoistočne Evrope (Srbija, Hrvatska, Albanija, Bosna i Hercegovina, Makedonija, Crna Gora), može se zaključiti da se u periodu od 2002. do 2008. godine taj procenat u svim posmatranim zemljama povećao, pri čemu je najveći rast ostvaren u zemljama koje su te 2002. godine krenule u liberalizaciju ekonomskih odnosa sa inostranstvom. To se u najvećoj mjeri odnosi na Crnu Goru, ali i na Srbiju, Makedoniju i Albaniju.¹⁰¹ Najviše stranih banaka u Srbiji dolazi iz Grčke (ukupno 4), zatim iz Francuske i Austrije (3), Italije i Rusije (2), dok su banke iz najvećih svjetskih ekonomija prisutne samo na nivou predstavništava (Dojčebank [njem. *Deutsche Bank*] iz Njemačke i Sitigrup [engl. *Citigroup*] iz Sjedinjenih Američkih Država).

Od ukupnog broja od 30 banaka u Srbiji, strane banke čine 73%, državne banke 17% a privatne banke u vlasništvu domaćih investitora svega 10%. Strane banke nisu samo brojnije već i po svim kriterijumima zauzimaju slično učešće u bankarskom sistemu u

¹⁰⁰ Narodna banka Srbije (2006). *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu Republike Srbije za 2005. godinu*, www.nbs.rs.

¹⁰¹ UNCTAD (2011). *World Investment Report, 2010*. www.unctad.org.

Srbiji. Prema kriterijumu ukupne bankarske aktive, učešće stranih banaka još je veće i iznosi 75,9%, ako se posmatra visina kapitala, strane banke imaju učešće od 76,5%, dok je, ako se posmatra ukupan broj poslovnica, učešće stranih banaka na nivou od 72,3%, prema podacima iz trećeg kvartala 2015. godine (Tabela 2.5).

Tabela 2.5. Pregled odabranih parametara bankarskog sektora Srbije (III kvartal 2015. godine)

	Broj banaka	Aktiva (milijarde dinara)	%	Kapital (milijarde dinara)	%	Mreža (broj poslovnica)	%	Broj zaposlenih	%
Banke u vlasništvu domaćih lica	7	724	24,1	151	23,5	482	27,7	5.769	23,7
Državne	5	534	17,8	91	14,1	420	24,1	5.015	20,6
Privatne	2	190	6,3	60	9,4	62	3,6	754	3,1
Banke u vlasništvu stranih lica	23	2.284	75,9	492	76,5	1.260	72,3	18.618	76,3
Italija	2	788	26,2	178	27,6	250	14,4	4.149	17,0
Austrija	3	447	14,8	103	16,0	214	12,3	3.406	14,0
Grčka	4	393	13,1	92	14,3	290	16,6	4.566	18,7
Francuska	3	304	10,1	48	7,5	215	12,3	2.588	10,6
Ostali	11	352	11,7	71	11,1	291	16,7	3.909	16,0
Ukupno	30	3.008	100,0	643	100,0	1.742	100,0	24.387	100,0

Izvor: Narodna banka Srbije (2015). *Bankarski sektor u Srbiji, Izveštaj za III tromesečje 2015. godine*, Sektor za kontrolu poslovanja banaka, NBS.

Ulazak stranih banaka na srpsko finansijsko tržište dao je značajan doprinos rastu i stabilnosti bankarskog sektora, koji se ogledao u:

- poboljšanju kvaliteta finansijskih usluga prema klijentima;
- transferu znanja u svim oblastima bankarstva, prije svega u oblasti upravljanja rizicima, kao i promociji i marketingu;
- uticaju na kvalitetnijoj regulaciji bankarskog sistema;
- pozitivnom uticaju na razvoj finansijskog tržišta, posebno tržišta kapitala, putem obavljanja poslova vezanih za staru deviznu štednju, kao i kastodi poslova;
- stabilnosti kreditne ponude u pogledu obezbjeđenog kreditnog potencijala i visine kamatne stope, zahvaljujući podršci od inostranih centrala banaka;
- povećanju stepena konkurencije u zemlji, što i ostale banke prisiljava na podizanje kvaliteta usluga i inovatnost;
- povećanju stranih direktnih investicija, itd.

Sa druge strane, upravo povezanost sa svojim centralama koje se nalaze uglavnom u zemljama Evropske unije predstavljala je i rizik u uslovima finansijske krize. Inostrane banke prisutne su na velikom broju tržišta i njihova izloženost jednom tržištu uvijek se posmatra kroz prizmu cjelokupne poslovne politike banke i aktivnosti koje je preduzimaju imaju za cilj osiguranje stabilnosti cijelog sistema, gdje lokalna tržišta mogu da budu posmatrana isključivo kroz takvu prizmu. Veliki problem predstavlja i nemogućnost nadzora centrala stranih banaka od strane lokalnih nadležnih organa. Primarni cilj svih stranih banaka je ostvarivanje profita i širenje mreže, ali u početnoj fazi nisu previše oslonjeni na domaću štednju već na inostrano kreditiranje, što ih takođe čini ranjivijim. Među deset najvećih srpskih banaka svega tri su u većinskom vlasništvu domaćih lica (Tabela 2.6).

Tabela 2.6. Deset najvećih banaka prema kriterijumu bilansne aktive u Srbiji (III kvartal 2015. godine)

Broj	Naziv banke	Visina bilansne aktive (milijarde dinara)	Učešće u ukupnoj aktivi, %
1.	Banca Intesa	490	16,0
2.	Komercijalna banka	394	13,1
3.	Unicredit Bank	308	10,2
4.	Raiffeisenbank	232	7,7
5.	Societe General Bank	219	7,3
6.	AIK banka	178	5,9
7.	Evraobank	136	4,5
8.	Vojvođanska banka	127	4,2
9.	Poštanska štedionica	123	4,1
10.	Sberbank	110	3,7

Izvor: Narodna banka Srbije (15. februar 2016). *Bankarski sektor u Srbiji, Izveštaj za III tromesečje 2015. godine*, Sektor za kontrolu poslovanja banaka, Narodna banka Srbije,

www.nbs.rs.

Jedan od najznačajnijih sistemskih faktora, koji je uticao na rast srpskog bruto društvenog proizvoda, bile su i donacije iz inostranstva koje su dostigle ukupnu vrijednost od skoro 1 milijarde evra za prethodnih 15 godina.¹⁰²

Strane direktne investicije smatraju se najvažnijim segmentom u međunarodnim ekonomskim odnosima koji je posebno bitan za finansiranje ekonomija zemalja u razvoju. Privlačenje stranih investicija jedan je od primarnih ciljeva svih zemalja, i od faktora koji utiču na veličinu ove kategorije posebno se ističu politička i ekonomska stabilnost jedne zemlje, pravna sigurnost investitora (naročito manjinskih i inostranih investitora), struktura i kvalifikovanost radne snage, regionalna i globalna povezanost te države. Poseban značaj ove investicije imaju u sektoru finansijskih usluga, posebno bankarskom sektoru, kao što se i pokazalo na primjeru Srbije.

Prema Narodnoj banci Srbije (2016), strane direktne investicije koje se zvanično registruju u platnom bilansu uključuju:

- „ulaganje stranog kapitala u domaća preduzeća, banke i druge finansijske institucije u novcu;
- naplate/plaćanja primljene/data za prodati udeo kapitala u drugom preduzeću, uključujući i reotkup;
- prodaju i kupovinu nepokretnosti u zemlji, odnosno inostranstvu;
- portfolio ulaganjima (ulaganjima ispod 10% vrednosti akcija-deonica“.¹⁰³

Reinvestirana dobit još uvek nije uključena u strana ulaganja, s obzirom na to da se može evidentirati samo iz podataka koje Narodnoj banci Srbije dostavljaju preduzeća, banke i druge finansijske institucije.

Strane direktne investicije realizuju se putem:

¹⁰² Narodna banka Srbije (15. februar 2016). www.nbs.rs.

¹⁰³ Narodna banka Srbije (15. februar 2016). www.nbs.rs.

- međudržavnih merđžera i akvizicija, kada se spajanjem ili preuzimanjem kompanija iz različitih država pravi veći sistem;
- grinfild (engl. *greenfield*) investicija: formiranje novih pravnih lica ili izgradnja objekata od “livade”, od strane jednog ili više stranih investitora;
- braunfild (engl. *brownfield*) investicija u postojeće kompanije, kada se investitor opredjeljuje za postojeću kompaniju. Investicija može da bude u formi dokapitalizacije, ali i putem preuzimanja opreme ili postrojenja, dobavljača, operacija, brendova, itd.;¹⁰⁴
- koncesija, koje predstavljaju mogućnost koja se koristi kod stranih direktnih investicija kada se korisniku koncesije daje pravo da na određeni vremenski period, a u zamjenu za određenu investiciju, koristi prirodni ili društveni resurs zemlje. Jedan od najpoznatijih modela koncesije je tzv. BOT projekt (engl. *Build-Operate-Transfer*), kada koncesionar dobija pravo da izgradi i stavi u funkciju neki objekat da bi od države naplaćivao godišnju naknadu na taj, najčešće infrastrukturni objekat (izgradnja autoputeva).¹⁰⁵

Novac koji je došao iz ovih investicija odlazio je za popunu budžeta i održavanje stabilnog kursa dinara, čime se favorizovao uvoz robe iz inostranstva, a izostao je bilo kakav značajniji rast izvoza (Tabela 2.7, posebno obratiti pažnju na period od 2005. do 2007. godine).

Tabela 2.7. Strane direktne neto investicije, Srbija (2000-2007. godina)

Godina	Iznos (evri)
2000.	52.642.000,00
2001.	185.200.000,00
2002.	452.855.000,00

¹⁰⁴ Chan, J. & Galeza, T. (2015). *What Is Direct Investments? Finance and Development*, Vol. 52 No. 3, *International Monetary Fund*, www.imf.org.

¹⁰⁵ World Bank (24. novembar 2015). www.ppp.worldbank.org

2003.	1.079.622.000,00
2004.	712.284.000,00
2005.	1,250.268.000,00
2006.	3,322.606.000,00
2007.	1,820.831.000,00

Izvor: Narodna banka Srbije (22. januar 2016). www.nbs.rs.

Najveći razlog rasta stranih direktnih investicija u Srbiji bio je proces privatizacije, zahvaljujući kojem su se desile neke od najvećih stranih investicija u Srbiji, poput privatizacije Duvanske industrije Niš a.d. od strane američke kompanije Filip Moris (engl. *Philip Morris*), koji su u Duvansku industriju Niš uložili više od 800 miliona dolara od 2003. godine,¹⁰⁶ Hemofarm a.d. od strane njemačke Štade (njem. *Stada*) za 485 miliona evra, uz dodatne investicije do 2015. godine od 172 miliona evra, kao i Apatinske pivare a.d. od strane Inbev za preko 450 miliona evra.

Pored privatizacionih prihoda, najveći prilivi su bili iz oblasti telekomunikacija (preuzimanje Mobtel d.o.o. od strane Telenora za 1,513 milijardi evra i kupovina licence za novog mobilnog operatera od strane VIP mobile za 320 miliona evra). Gasprom je za 51% akcija Naftne industrije Srbije a.d. platio 400 miliona evra, Banca Intesa je preuzela Delta banku a.d. za 508 miliona evra, a Delheize je kupio trgovinski lanac Maxi d.o.o. za ukupno 932 miliona evra.¹⁰⁷

Međutim, iako je u periodu od 2005. do 2007. godine visina stranih investicija bila na značajnom nivou, izostao je veći uticaj na privredni rast Srbije. Proces privatizacije odvijao se u vrijeme velikog globalnog investicionog rasta, kada su egzotična tržišta poput Srbije postajala sve interesantnija, ali taj talas nije iskorišćen za kvalitetno restrukturiranje srpske privrede i ubrzavanje stopa rasta iznad prosjeka u ranijim godinama (Tabela 2.8).

¹⁰⁶ *Philip Morris Services d.o.o.* (18. februar 2015). www.pmi.com

¹⁰⁷ Razni izvori.

Tabela 2.8. Stope raste bruto društvenog proizvoda Srbije (2000-2012)

Godina	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Stope rasta bruto društvenog proizvoda	7,8	5,0	7,1	4,4	9,0	5,5	4,9	5,9	5,4	-3,1	0,6	1,4	-1,0	2,6	-1,8

Izvor: World Bank (18. februar 2015). www.data.worldbank.org.

Stabilan kurs dinara prema evru u periodu od 2005. do sredine 2008. godine učinio je Srbiju dodatno atraktivnom za veliki broj stranih strateških i portfolio investitora, koji su iskoristili priliku za ostvare značajne prihode u tom periodu na nepromjenjenom kursu dinara u periodu od više od dvije godine (Tabela 2.9).

Tabela 2.9. Kretanje deviznog kursa evro/dinar (2002-2015. godina)

Datum	Srednji kurs evro/dinar	Procenat godišnje promjene kursa evro/dinar
31.12.2002.	61,51	n.a.
31.12.2003.	68,31	+11,05%
31.12.2004.	78,88	+15,47%
31.12.2005.	85,50	+8,39%
31.12.2006.	79,00	-7,60%
31.12.2007.	79,23	+0,29%
31.12.2008.	88,60	+11,82%
31.12.2009.	95,88	+8,21%
31.12.2010.	105,49	+10,02%
31.12.2011.	104,64	-0,80%
31.12.2012.	113,71	+8,66%
31.12.2013.	114,64	+0,81%
31.12.2014.	120,95	+5,50%
31.12.2015.	121,62	+0,55%

Izvor: Narodna banka Srbije (18. mart 2016) www.nbs.rs.

Takođe, budući da nije bilo mnogo grinfild investicija, koje sa sobom donose veliki broj novozaposlenih, kao posljedica toga što se radilo o procesu privatizacije, po isteku

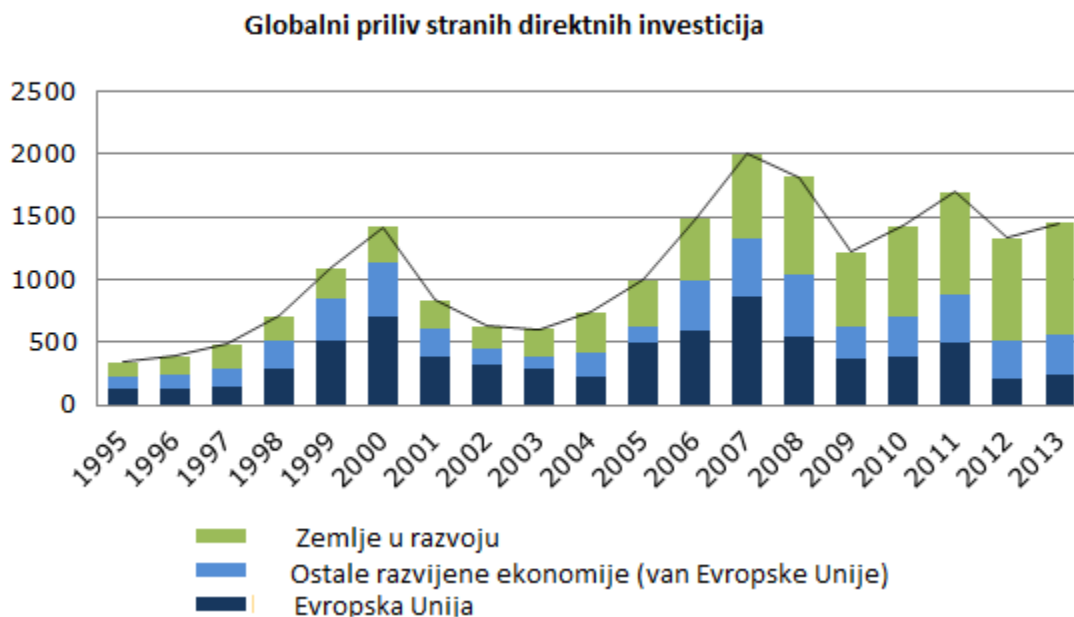
ugovorenog roka došlo je do povećanja broja nezaposlenih, što je potpuno suprotno od onoga što se očekuje od stranih investicija (Tabela 2.10). Visok nivo nezaposlenosti predstavljao je jedan od ključnih ekonomskih problema u Srbiji i razlog što se odlaže sa dodatnim otpuštanjima, u javnom sektoru i državnoj administraciji prije svih.

Tabela 2.10. Stopa nezaposlenosti u Srbiji (2000-2014)

Godina	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Stopa nezaposlenosti	12,6	12,8	13,8	15,2	18,5	20,8	20,8	18,1	13,6	16,6	19,2	23,0	23,9	22,1	22,2

Izvor: World Bank (18. mart 2016). www.data.worldbank.org

Strane direktne investicije imaju cikličan karakter i može se reći da je period u kojem one u dužem nizu godina bilježe konstantan rast, obično najava buduće krize većih razmjera, koja najčešće donosi značajno povlačenje investicija u cijelom svijetu (Grafikon 2.2).



Grafikon 2.2. Strane neto direktne investicije na svjetskom nivou u milijardama dolara
(1995-2013)¹⁰⁸

Izvor: European Commission (4. februar 2016). www.ec.europa.eu

Od faktora koji su vezani za samo tržište kapitala u Srbiji politički faktor je vjerovatno imao najveći uticaj na razvoj srpskog tržišta kapitala. Prevelika uloga države i njeno sputavanje razvoja tržišta kapitala predstavljaju ključni razlog za sadašnje stanje. Od izbora samog modela privatizacije bilo je jasno da država nema namjeru da podrži razvoj tržišta kapitala. Iako je bilo zakonski propisano da je privatizacija obavezna i oročena, kao i da sve kompanije moraju da se listiraju na Beogradskoj berzi da bi se njihovim akcijama trgovalo, to u praksi nije dalo održive rezultate.

Postoje brojne aktivnosti koje potvrđuju ovakav zaključak:

- prekomjerno insistiranje države na regulisanosti svih segmenata finansijskog tržišta, sa jasnom namjerom vršenja uticaja i usmjeravanja procesa;
- prodaja “porodičnih dragulja” na inicijativu lokalnih investitora (u “dragulje” se mogu ubrojati kompanije iz različitih oblasti, od poljoprivrednih gazdinstva, šećerana, do novinskih kuća i trgovačkih lanaca (među njih spadaju Knjaz Miloš a.d. Arandjelovac, C-market a.d. Beograd, A. D. Novosti Beograd, Sartid a.d. Smederevo, Putnik a.d. Beograd, Luka Beograd);
- odlaganje donošenja zakonskih i podzakonskih akata od strane države kojima je trebalo da se definišu obaveze emitenata i državnih organa (Agencija za privatizaciju, Centralni registar, Komisija za hartije od vrednosti, Beogradska berza). Na primjer, Zakon o preuzimanju akcionarskih društava¹⁰⁹ usvojen je tek 2006. godine, kada je veliki broj kompanija već preuzet van berze;
- prioritet kod privatizacije dat prodaji je većinskih paketa akcija preduzeća putem tendera ili aukcija, čime su malim akcionarima ostale akcije koje najčešće nisu bile interesantne portfolio investitorima, pošto se poslije preuzimanja kontrolnog paketa

¹⁰⁸ European Commission (19. maj 2016). www.ec.europa.eu

¹⁰⁹ Centralni registar hartije od vrednosti Republike Srbije (8. januar 2016). *Zakon o preuzimanju akcionarskih društava*, www.crhov.rs.

u tim kompanijama pozicionirao većinski vlasnik, koji nije imao interes za otkup manjinskih akcionara niti poštovanja korporativnih obaveza listirane kompanije (osim u slučaju stranih strateških investitora);

- tolerisanje ponašanja većinskih vlasnika u privatizovanim kompanijama, koji su koristili pravne mogućnosti stavljanja akcija kompanija kao zalog za druge firme vlasnika, mogućnost izvlačenja profita, zaduživanja firme, “tunelisanje”, manipulisanje berzanskim cijenama i namjerno srozavanje vrijednosti kompanije kako bi se otkupili manjinski akcionari po što nižoj cijeni;
- dirigovano sprovođenje kontrola emitenata, Beogradske berze i berzanskih posrednika od strane Komisije za hartije od vrijednosti;
- uvođenje poreza na kapitalnu dobit u visini od 20% za fizička lica i 10% za pravna lica, u uslovima kada treba stimulisati berzansku trgovinu;
- Zakonom o preuzimanju¹¹⁰ definisano je da je kupac 25% kapitala morao da objavi ponudu za preuzimanje svih 100% akcija kompanije, čime je smanjen broj potencijalnih investitora, a te su kompanije poslije preuzimanja delistirane sa Beogradske berze, sve to pod izgovorom da se tako štite manjinski akcionari, itd.

Informaciona asimetrija bila je i ostala jedan od glavnih karakteristika nerazvijenih finansijskih tržišta, a posebno je bila izražena u okolnostima u kojima se nalazilo nerazvijeno srpsko tržište kapitala. Menadžment kompanija je, na primjer, najčešće davao preporuku malim akcionarima da ih kod prodaje akcije zastupa berzanski posrednik koji je zastupao i poželjne investitore u tu kompaniju (obično je u pitanju bio menadžment ili prijateljski spoljni investitor). Samim tim, brokeri su mogli da biraju trenutak kada da plasiraju određene naloge na berzu, iako je bilo jasno definisano da se oni moraju odmah po prijemu staviti na berzansku tablu. Insajderska trgovina, koja je i inače veoma teško dokaziva, korišćena je kao sredstvo za ostvarivanje ciljeva menadžera i većinskih vlasnika. Pravilom berzanske trgovine, koje je važilo u periodu od 2001. do 2003. godine, prioritet u izvršenju davan je nalogima koji su omogućavali obavljanje najvećeg berzanskog prometa,

¹¹⁰ *Zakon o preuzimanju akcionarskih društava* (2006). www.crhov.rs.

a ne onima koji su dati prije, prema vremenskom kriterijumu.¹¹¹ Na taj način favorizovani su veliki investitori koji su kod banaka mogli da dobiju okvirne pozajmice za ovakve transakcije, tako da se dešavalo da samo jedan investitor nekoliko dana zaredom bude jedini kupac određene akcije. Ovo je bilo moguće zato što tada i nije bilo pravo berzanskog kontinuiranog trgovanja već se sve obavljalo putem aukcija prispjelih ponuda i tražnje. Većina brokera čekala je posljednji sekund prije početka aukcije da ubaci nalog za trgovinu, kako konkurenti ne bi mogli da poboljšaju svoju ponudu. Veliki broj akcija u nekim od najboljih srpskih kompanija tako je završio u odabranom krugu investitora, pošto je tek 18. oktobra 2004. godine, tri i po godine od kada je počela trgovina akcijama iz privatizacije, počeo da funkcioniše kontinuirani metod trgovine akcijama.¹¹²

Manipulisanje sa objavljivanjem rezultata i vijesti, nameštanje finansijskih rezultata i revizorskih izvještaja, bilo je pravilo, a ne izuzetak na Beogradskoj berzi od 2002. do 2008. godine, kada je faktički i završena konsolidacija u velikom broju kvalitetnih kompanija. Dobar pokazatelj da je insajderska trgovina tolerisana predstavlja i činjenica da nijedan učesnik na srpskom tržištu kapitala nikada nije optužen za zloupotrebu po tom osnovu.

Zaštita prava investitora i manjinskih akcionara i danas predstavlja kamen spoticanja u razvoju srpskog tržišta kapitala. Bez obzira na to jesu li u pitanju ostaci socijalističkog načina upravljanja, gdje se smatralo da kapital pripada svima i nikome i da njima faktički upravljaju rukovodioci firme kao većinski vlasnici, ili je u tranzicionizmu i navikavanju na nove svojinske odnose pravo jačeg po poziciji postalo primarni način rukovođenja - u svakom slučaju rezultati su poražavajući. Akcionari imaju najčešće samo golo pravo svojine nad akcijama jer je u praksi on bez prava na upravljanje (preuzeo ga je menadžment kompanije), bez prava na prinos (zbog nedeklasiranja isplate dividende od strane većinskog vlasnika) i sa limitiranim pravom na otuđenje akcije (zbog nerazvijenog tržišta kapitala i manipulisanja s poštovanjem korporativnih obaveza prema javnosti).¹¹³ Ovakva situacija je i direktan razlog što domaći investitori više nisu prisutni na Beogradskoj berzi jer je veoma

¹¹¹ PS Invest (11. januar 2016). *Trgovanje na Beogradskoj berzi*. www.psinvest.rs.

¹¹² Beogradska berza (2005). *Godišnji izveštaj 2004*, str. 12, www.belex.rs.

¹¹³ Vasiljević, dr B. (2009). *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, str. 341-342.

mali broj kompanija koje poštuju prava manjinskih akcionara i, na primjer, isplaćuju dividendu. Pozitivni primjeri su Naftna industrija Srbije a.d., Metalac a.d. Gornji Milanovac, Jedinstvo a.d. Sevojno, Galenika Fitofarmacija a.d. Beograd; riječ je o kompanijama koje su u vlasništvu stranog investitora (jednog od rijetkih koji nije preuzeo 100% vlasništva nad kompanijom) ili u većinskom vlasništvu zaposlenih i menadžmenta.

Kao pokazatelj na kom nivou se nalazi poštovanje korporativnih pravila poslovanja u Srbiji može poslužiti i izvještaj Svjetskog ekonomskog foruma (engl. *World Economic Forum*) za 2014-2015. godinu, koji Srbiju stavlja na sledeće pozicije od 144 posmatrane zemlje:

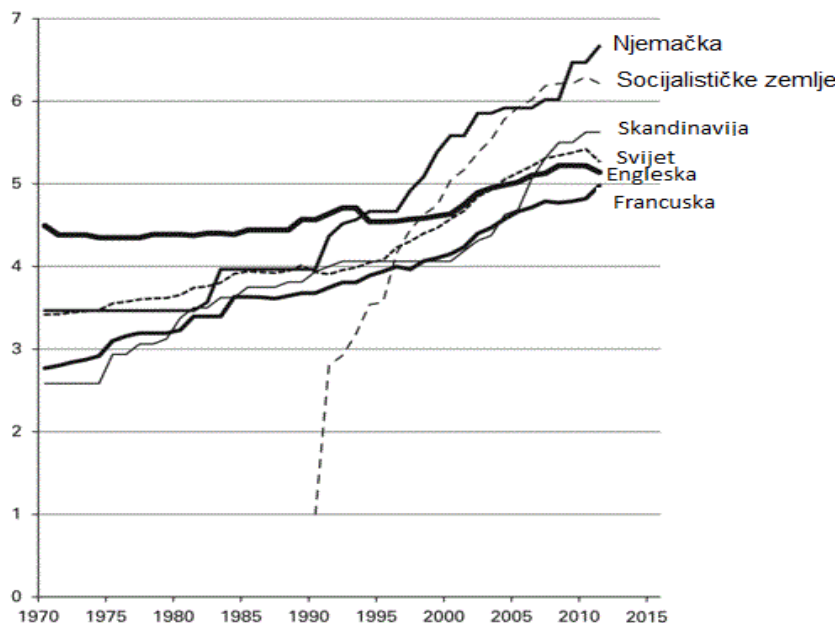
- Zaštita interesa manjinskih akcionara: 138. mjesto;
- Kvalitet revizorskih i računovodstvenih standarda: 109. mjesto;
- Korporativna etika: 119. mjesto;
- Jačina zaštite investitora: 68. mjesto;
- Finansiranje putem domaćeg tržišta kapitala: 133. mjesto;
- Postojanje "Venture capital" investitora: 132. mjesto;
- Regulisanost tržišta kapitala: 113. mjesto.¹¹⁴

Prema Gilen i Kapron (*Guillen & Capron, 2016*), najkvalitetniji nivo zaštite malih akcionara postoji u zemljama koje imaju koncept germanskog prava, a zatim bivše socijalističke zemlje, pa Skandinavija i anglosaksonske zemlje.¹¹⁵ Ovo se odnosi na zakonske propise i regulativu koja je, posebno u zemljama Centralne i Istočne Evrope, na visokom nivou, ali autori smatraju da je najkvalitetnija primjena zaštite u anglosaksonskom pravu, što dokazuje i činjenica da u tim zemljama postoji veliki broj listiranih kompanija sa značajnim brojem akcionara, koji u njima ostvaruju sva svoja prava u skladu za zakonskim odredbama. Takođe, vidi se da je u Njemačkoj i Skandinaviji povećan nivo zaštite malih

¹¹⁴ World Economic Forum (2015). *Global Competitiveness Report 2014-2015*, www.reports.weforum.org.

¹¹⁵ Guillén, M. F. & Laurence, C. (2015). *State Capacity, Minority Shareholder Protections, and Stock Market Development*, *Administrative Science Quarterly* XX, Johnson Cornell University, str. 18, 29-30.

akcionara u prethodnoj deceniji, što govori da se radi na konstantnoj i aktivnoj implementaciji zakonskih odredaba (Grafikon 2.3).



Grafikon 2.3. Indeks zaštite interesa malih akcionara

Izvor: Guillén, M. F. & Laurence, C. (2015). *State Capacity, Minority Shareholder Protections, and Stock Market Development*, Administrative Science Quarterly XX, Johnson Cornell University, str. 14

Poznat je primjer njemačkog proizvođača automobila Volkswagen (njem. *Volkswagen*) u slučaju skandala s lažiranjem rezultata kod emisije gasova iz dizel-motora iz 2015. godine. U toj kompaniji porodice Porše (*Porsche*) i Pješ (*Piech*) u svom vlasništvu imaju 31,5% akcija, ali imaju 50,73% prava upravljanja. Na taj način oni imaju disproportionalnu moć odlučivanja, čime je ograničen uticaj manjinskih akcionara.¹¹⁶ Može se izvući zaključak da postojanje zakonskih odredaba i u razvijenim ekonomijama nije dovoljan uslov za maksimalnu primjenu u korporativnom upravljanju i da je neophodna ozbiljna posvećenost države u ostvarivanju prava malih akcionara.

¹¹⁶ Capron, L. (2016). *Volkswagen: Still too much power with majority shareholders?*, www.venitism.wordpress.com.

Smanjenje ponude tržišnih instrumenata karakteristika je srpskog tržišta kapitala u periodu tranzicije od 2000. do 2016. godine. Na Beogradskoj berzi se u periodu od 2000-2016. trgovalo sledećim hartijama od vrijednosti:

- sertifikati o depozitu (do novembra 2001. godine);
- blagajnički zapisi banaka (do jula 2002. godine);
- obveznice Savezne Republike Jugoslavije (do septembra 2002. godine);
- blagajnički zapisi Narodne banke Jugoslavije (do septembra 2003. godine);
- žiralni novac (do decembra 2003. godine);
- komercijalni zapisi preduzeća (do avgusta 2004. godine);
- obveznice preduzeća i banaka (do decembra 2004. godine);
- obveznice Republike Srbije (od septembra 2002. godine);
- akcije (od aprila 2001. godine).¹¹⁷

Najveći dio prometa u periodu od 2000. do 2003. godine odlazio je na kratkoročne dužničke hartije od vrijednosti, čiji su emitenti bila preduzeća i poslovne banke (komercijalni zapisi i obveznice), kao i na blagajničke zapise Narodne banke Jugoslavije. U jednom kratkom periodu od tri godine (2001-2004. godina) na Beogradskoj berzi je postojalo čak devet različitih vrsta hartija od vrijednosti, koje su investitorima omogućavale veliki izbor između dugovnih i svojinskih instrumenata, čiji su emitenti bila preduzeća, banke, država i Narodna banka Jugoslavije (Prilog 1).

Neke od hartija nisu dugo bile predmet trgovine na srpskom tržištu kapitala (robno-komercijalni zapisi, obveznice Direkcije za robne rezerve, depozitni sertifikati, obveznice fonda Penzijsko-invalidskog osiguranja Republike Srbije, mjenice). Međutim, pod velikim pritiskom bankarskog lobija finansiranje Narodne banke Srbije putem emisije blagajničkih zapisa premješteno je sa berze na vanberzansko tržište, ukinuti su komercijalni zapisi i trgovina žiralnim novcem koji su imali ulogu korektiva kamatne stope u bankarskom

¹¹⁷ Beogradska berza (28. april 2016). www.belex.rs.

sektoru, dok se emitovanje obveznica preduzeća i banaka svelo na simbolične vrijednosti. U 1999. godini, kada se desilo i bombardovanje Srbije od strane Sjevernoatlantskog vojnog pakta, na Beogradskoj berzi se trgovalo sa čak jedanaest različitih hartija od vrijednosti, da bi od 2005. godine do danas u prometu učestvovala samo akcije privatizovanih preduzeća i obveznice stare devizne štednje, uz simbolično učešće obveznica preduzeća. Kao poređenje, na Budimpeštanskoj berzi u 2016. godini se trgovalo sa osam različitih hartija od vrijednosti (akcije, udeli investicionih fondova, obveznice preduzeća i države, zapisi trezora, certifikati o depozitima, kompenzacioni zapisi, hipotekarne obveznice). Takođe, na berzi u Budimpešti postoji i razvijeno tržište fjučersima (fjučersi na indekse i akcije i valutni fjučersi).¹¹⁸

Primjetno je da postoji velika razlika između pasivnih i aktivnih bankarskih kamatnih stopa (prosječna kamatna stopa banaka na dinarske kredite preduzećima u januaru 2016. godine iznosila je 7,61%, a prosječna pasivna kamatna stopa na dinarske depozite preduzeća iznosila je u januaru iste godine 1,50%),¹¹⁹ što je prije svega posljedica neefikasnog bankarskog sistema u Srbiji, koji je dodatno opterećen i sve višom stopom nenaplativih kredita, čija visina u trećem kvartalu 2015. godine iznosi 22% od ukupnih bruto kredita banaka.¹²⁰

U takvim okolnostima u periodu 1996-2002. godina upravo je trgovina komercijalnim zapisima bila dodatna opcija preduzećima koja su tražila dodatna likvidna sredstva, ali i onima koji su željeli da na kratak vremenski period (obično na mesec dana, s mogućnošću produženja roka), ostvare veći kamatni prihod nego što bi dobili na depozit u banci. Danas je ključno pravilo u bankarskom sektoru da se investira sa što manje rizika, što dovodi do toga da se oko malog broja kvalitetnih preduzeća banke “otimaju” nudeći sve niže kamatne stope (oko 2% godišnje), dok ona manje atraktivna preduzeća plaćaju veoma visoke kamatne stope. Takođe, banke ulažu u državne zapise koji nose značajno manji prinos

¹¹⁸ *Budapest Stock Exchange* (15. mart 2016). www.client.bse.hu.

¹¹⁹ *Narodna banka Srbije* (18. mart 2016). www.nbs.rs.

¹²⁰ *Narodna banka Srbije* (18. mart 2016). www.nbs.rs.

(prema podacima iz marta 2016. godine državni jednogodišnji zapisi u evrima nose prinos od 1,05%, a dinarski 4,01%).¹²¹

Učešće domaćih investitora u trgovini akcijama na Beogradskoj berzi u prvih nekoliko godina svodilo se na prodaju akcija koje su stečene u procesu privatizacije, dok se na strani kupovine uglavnom pojavljivao menadžment kompanija, insjaderi ili berzanski posrednici sa dilerskom licencom. Sa velikim rastom cijena akcija na berzi u 2002. godini jača i interesovanje domaćih portfolio investitora za investiranje na domaće tržište kapitala.¹²² Ipak, budući da su na strani inostranih investitora učestvovala kako velike multinacionalne kompanije koje su na berzi u početku preuzimale ostatak akcija kod malih akcionara, tako i inostrani investicioni fondovi (iz Slovenije, Skandinavije, Hrvatske, Sjedinjenih Američkih Država) koji su kupovali do 10% kapitala putem berze, učešće stranih investitora u ukupnoj berzanskoj trgovini bilo je veoma značajno (više u Poglavlju 5).

2.3. *Reforma srpskog tržišta kapitala u periodu 2000-2007. godine*

Sa demokratskom revolucijom 2000. godine počele su i brojne reforme u svim oblastima društvenog i privrednog života u Srbiji. Donošenjem velikog broja zakona i odluka proces tranzicije se ubrzavao, tako da je i tržište kapitala, kao dio ukupnog privrednog sistema, doživilo svoju transformaciju. Osnovne karakteristike tog perioda su da je postignuta makroekonomska stabilnost u zemlji, stabilnost cijena i deviznog kursa, kao i da je ključni akcenat stavljen na liberalizaciju ekonomskih tokova prema inostranstvu. Međutim, i sam proces tranzicije bio je pod uticajem političkih kompromisa i dogovora, tako da nije bio vođen samo ekonomskim motivima. Nagla liberalizacija odnosa sa inostranstvom na svim poljima, praćena pogodnostima i povoljnim deviznim kursom, dovela je do rasta stranih direktnih investicija i povećanja broja inostranih kompanija koje su učestvovala u procesu privatizacije. Uključivanjem Srbije u međunarodne ekonomske tokove, poslije perioda sankcija devedesetih godina dvadesetog vijeka, omogućeno je da naše regulatorne

¹²¹ Uprava za trezor Ministarstva finansija Republike Srbije (18. mart 2016). www.trezor.gov.rs.

¹²² Beogradska berza (2005). *Godišnji izveštaj 2004*, www.belex.rs.

institucije postanu članovi međunarodnih institucija, poput Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije koja je 2002. godine postala član Međunarodne organizacije komisija za hartije od vrednosti,¹²³ a obnovljeno je članstvo u Banci za međunarodna poravnanja (Narodna banka Kraljevine Jugoslavije postala je članica Banke za međunarodna poravnanja 1931. godine, članstvo je zamrznuto 1992. godine, da bi Narodna banka Jugoslavije ponovo postala član 2001. godine). Proces reforme finansijskog sistema u Srbiji odvijao se i uz aktivnu ulogu Svjetske banke (engl. *The World Bank*) i Međunarodne banke za obnovu i razvoj (engl. *International Bank for Reconstruction and Development – IBRD*), koji su imali značajnu ulogu u procesu tranzicije ekonomskog sistema, posebno procesa privatizacije i reforme bankarskog sistema.

Ključni dio tranzicije srpskog tržišta kapitala odvijao se putem reformi samog tržišta kapitala, prije svega putem donošenja i izmjena regulative koja se odnosila na formiranje i funkcionisanje tržišta kapitala, zatim reformi postojećih institucija finansijskog tržišta, ali i formiranja neophodnih institucija za funkcionisanje tržišta kapitala, kao i reformi vlasničkih odnosa kao osnovnog postulata svakog tranzicionog procesa, u čijoj je osnovi privatna svojina i zaštita prava manjinskih akcionara.

2.3.1. *Reforma regulative*

Sa formiranjem nove Vlade Republike Srbije 25. januara 2001. godine otpočeo je i proces reforme regulative koja je imala presudan uticaj na razvoj tržišta kapitala u Srbiji. Najvažniji trenutak predstavljalo je donošenje Zakona o privatizaciji 2001. godine, kojim je ponovo pokrenut proces privatizacije u Srbiji. Predmet privatizacije bio je društveni i državni kapital u preduzećima, a subjekt koji je bio nadležan da promovise, inicira, sprovodi i kontroliše postupak privatizacije bila je Agencija za privatizaciju.¹²⁴ Taj zakon je omogućio ubrzanje i masovnost procesa privatizacije, a Beogradskoj berzi dao veliki i snažan podsticaj.

¹²³ *Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije* (19. februar 2016). www.sec.gov.rs.

¹²⁴ *Ministarstvo privrede Republike Srbije* (2001). *Zakon o privatizaciji*, www.priv.rs.

Zakonom o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata iz 2002. godine definisani su:

- 1) “uslovi i postupak javne ponude hartija od vrijednosti i drugih finansijskih instrumenata, koja se vrši radi njihove distribucije i trgovine na organizovanom tržištu;
- 2) prava i obaveze, kao i uslovi za osnivanje i djelatnost ovlašćenih učesnika na organizovanom tržištu;
- 3) organizacija i nadležnosti Komisije za hartije od vrijednosti.”¹²⁵

Primarni cilj ovog zakona bio je obezbjeđenje efikasnijeg tržišta hartija od vrijednosti i bolja zaštita investitora.¹²⁶ Definirano je da se hartijama od vrijednosti može isključivo trgovati na organizovanom tržištu hartija od vrijednosti, i to uz posredovanje brokersko-dilerskih društava sa odgovarajućom licencom koju izdaje Komisija za hartije od vrednosti. Takođe, precizirane su obaveze javnih društava u oblasti informisanja javnosti o bitnim poslovnim događajima, kao i obaveza objavljivanja periodičnih i godišnjih finansijskih izvještaja. Poseban akcenat stavljen je na zabranu korišćenja privilegovanih informacija od strane insajdera, kao i kaznene odredbe u slučaju kršenja ovih pravila.

Novinu u odnosu na prethodne zakone o hartijama od vrijednosti u Srbiji predstavljalo je uvođenje instituta ponude za preuzimanje akcija preduzeća. Ustanovljena je obaveza svakog lica koje želi da stekne 25% i više akcija s pravom glasa jednog preduzeća, da mora da objavi javnu ponudu za preuzimanje akcija. Uslov za davanje ponude za preuzimanje bilo je prethodno dobijeno Rešenje o odobrenju ponude, koju je izdavala Komisija za hartije od vrednosti pošto bi utvrdila da su ispunjeni svi uslove za izdavanje Rešenja. Ponudilac je bio u obavezi da ponudi otkup svih 100% akcija s pravom glasa u konkretnoj firmi, dok je Upravni odbor kompanije koja je bila predmet preuzimanja imao mogućnost da izda svoju preporuku akcionarima za prihvatanje ili odbijanje date ponude.

¹²⁵ *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata* (2002). Službeni list SRJ, 65/2002.

¹²⁶ Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2004). *Godišnji izveštaj o radu 2003. godina*.

Ponude za preuzimanje morale su da budu obezbijeđene bankarskom garancijom ili novčanim sredstvima u punom iznosu za 100% kapitala, a trajanje važenja ponude nije smjelo biti kraće od 21 dan. Međutim, izostala je obaveza prethodnog listiranja privatizovanih kompanija na Beogradskoj berzi pre davanja ponude za preuzimanje, čime je veliki broj firmi mogao da bude predmet preuzimanja, a da nije utvrđena realna tržišna cijena već se iznos cijene po jednoj akciji određivao prema knjigovodstvenoj vrijednosti akcija.

Zakonom su bila regulisani i ovlašćeni učesnici na organizovanom tržištu hartija od vrijednosti, a uvedene su i djelatnosti market mejkera, portfolio menadžera, agenti i pokrovitelji emisija hartija od vrijednosti, kao i investicionog savjetnika.

Takođe, povećani su i novčani cenzusi za obavljanje posredničkih poslova na finansijskom tržištu, tako što su iznosili:

- “od 50.000,00 evra za brokerske poslove i poslove investicionog savjetnika,
- od 100.000,00 evra za dilerske poslove,
- od 200.000,00 evra za obavljanje poslova market mejkera, portfolio menadžera i agenta emisije
- od 300.000,00 evra za obavljanje poslova pokrovitelja emisije.”¹²⁷

Radi zaštite investitora definisani su i limiti maksimalne izloženosti brokersko-dilerskih društava prema jednom licu, tako da ona nije smjela prelaziti granicu od 25% kapitala brokersko-dilerskog društva, dok se velika izloženost prema jednom licu tretirala do granice od 10% kapitala društva. Ukupan zbir svih velikih izloženosti riziku jednog brokersko-dilerskog društva nije smjeo da pređe 800% visine kapitala tog brokersko-dilerskog društva.

Veoma precizno su definisana i pravila sigurnog i dobrog poslovanja brokersko-dilerskog društva (sukob interesa, rad sa klijentima, vođenje i upravljanje računima), uz definisana

¹²⁷ *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata* (2002). Službeni list SRJ, 65/2002.

ovlašćenja Komisiji za hartije od vrednosti koja je obavljala poslove nadzora i kontrole poslovanja brokersko-dilerskih društava.

Još jedna novina u ovom zakonu bilo je davanje ovlašćenja bankama za obavljanje kastodi poslova, koje je izdavala Komisija za hartije od vrednosti na bazi prethodne saglasnosti Narodne banke Jugoslavije. Najvažniji poslovi koje su kastodi banke obavljale bili su:

- “otvaranje i vođenje računa hartija od vrijednosti kod Centralnog registra hartija od vrijednosti u ime i za račun svojih klijenata (vlasnički račun hartija od vrijednosti);
- otvaranje i vođenje računa hartija od vrijednosti kod Centralnog registra hartija od vrijednosti u ime kastodi banke, a za račun svojih klijenata, odnosno u ime svojih klijenata koji nisu zakoniti imaoци tih hartija, a za račun zakonitih imalaca (zbirni kastodi račun);
- izvršavanje naloga za prenos prava iz hartija od vrijednosti i naloge za upis prava trećih lica na hartijama od vrijednosti, itd.”¹²⁸

Što se tiče propisa kojim je definisano osnivanje i funkcionisanje organizovanih tržišta hartijama od vrijednosti, Zakon je predvidio da osnivački kapital berze ne može biti manji od 500.000,00 evra, a definisao je i opšta akta berze. Precizirani su i uslovi da bi neko brokersko-dilersko društvo postalo član berze, kao i uslovi za listiranje na berzanskom i slobodnom berzanskom tržištu.

Jedna od najvažnijih odredaba ovog zakona, odnosila se na formiranje Centralnog registra hartija od vrednosti Republike Srbije, kao klirinške kuće za saldiranje novčanih i transakcijama hartijama od vrijednosti. Značaj njegovog formiranja je prije svega u sigurnosti i brzini izvršenja transakcija između članova Centralnog registra (a to su mogli da budu savezna država, republike članice, Narodna banka Jugoslavije, brokersko-dilerska društva, ovlašćene banke, kastodi banke, berze, društva za upravljanje investicionim fondovima).¹²⁹

¹²⁸ *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata* (2002). Službeni list SRJ, 65/2002.

¹²⁹ *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata* (2002). Službeni list SRJ, 65/2002.

Zakonom su detaljno definisana i prava i obaveze Komisije za hartije od vrednosti, kao najvažnije institucije za funkcionisanje tržišta kapitala u jednoj zemlji. Njene nadležnosti obuhvatale su sledeće aktivnosti:

- “donosi akte radi sprovođenja ovog zakona;
- daje dozvole za rad i saglasnosti u skladu sa ovim zakonom i saveznim zakonom kojim se uređuje osnivanje i poslovanje investicionih fondova;
- daje dozvole za obavljanje djelatnosti brokersko-dilerskog društva u skladu sa ovim zakonom;
- vrši nadzor nad poslovanjem brokersko-dilerskih društava, berzi, društava za upravljanje, investicionih fondova i Centralnog registra hartija od vrednosti, ovlašćenih banaka, kastodi banaka, izdavalaca hartija od vrijednosti, investitora i drugih lica – u delu poslova koje oni obavljaju na tržištu hartija od vrijednosti;
- organizuje, preuzima i kontroliše sprovođenje mjera kojima se obezbeđuje efikasno funkcionisanje tržišta hartija od vrijednosti i zaštita investitora;
- utvrđuje bliži sadržaj obaveznih informacija koje joj se dostavljaju i javno objavljuju;
- utvrđuje standarde za registraciju poslova trgovine na berzi;
- utvrđuje kriterijume koje moraju ispuniti informacioni sistem ovlašćenih učesnika koji posluju sa hartijama od vrijednosti, Centralni registar hartija od vrednosti i berze za obavljanje trgovine hartijama od vrijednosti;
- vodi registar izdatih rješenja u skladu sa ovim zakonom i saveznim zakonom kojim se uređuje osnivanje i poslovanje investicionih fondova;
- utvrđuje za ovlašćene učesnike koji posluju sa hartijama od vrijednosti, Centralnim registrom hartija od vrednosti i berze – način čuvanja dokumentacije;
- podnosi nadležnom državnom organu prijavu protiv ovlašćenih učesnika koji posluju sa hartijama od vrijednosti, Centralnog registra hartija od vrednosti i berzi, za koje u postupku nadzora utvrdi da imaju obilježja krivičnog djela, privrednog prestupa ili prekršaja;

- prati stanje i kretanje na tržištu hartija od vrijednosti i preduzima mjere za otklanjanje poremećaja na tom tržištu;
- utvrđuje jednoobrazni identifikacioni broj hartija od vrijednosti (ISIN), na osnovu odgovarajućih standarda, kao i šifarnik vrsta hartija od vrijednosti;
- saraduje s međunarodnim organizacijama;
- saraduje i zaključuje sporazume sa organom iz člana 30 stav 1 ovog zakona – radi pružanja pravne pomoći, razmjene informacija i u drugim slučajevima;
- daje informacije o tržištu hartija od vrijednosti;
- obavlja i druge poslove utvrđene ovim i drugim zakonom¹³⁰.

Predsjednika, kao i članove Komisije za hartije od vrednosti bira i razrješava Savezna skupština, na prijedlog Savezne vlade, na mandat od 5 godina, kako bi se obezbijedila njihova politička samostalnost.

Ipak, veliki problem predstavljala je činjenica da su drugi veoma bitni zakoni, poput Zakona o preduzećima, Zakona o računovodstvu i reviziji, bili u suprotnosti sa Zakonom o tržištu hartija od vrijednosti, čime nije usaglašena regulativa koja se odnosi na finansijsko tržište u Srbiji.¹³¹

Prema starom Zakonu o berzama, berzanskom poslovanju i berzanskim posrednicima iz 1994. godine, Komisija za hartije od vrednosti je od 1995. do 2003. godine izdala dozvole za rad za jednu berzu (Beogradsku berzu) i 126 dozvola za rad berzanskim posrednicima.¹³²

Zakon o bankama i drugim finansijskim institucijama iz 2003. godine stavio je pred veliki broj banaka obavezu povećanja visine kapitala banaka koji su oni obezbjeđivali putem novih emisija akcija, odnosno dokapitalizacija. Ovaj proces imao je veliki uticaj na tržište

¹³⁰ *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata* (2002). Službeni list SRJ, 65/2002.

¹³¹ Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2004). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti u 2003. godini*, www.sec.gov.rs.

¹³² Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2004). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti u 2003. godini*, www.sec.gov.rs.

kapitala u Srbiji i veliku potražnju za akcijama banaka, pošto su postojeći akcionari imali mogućnost da pod povlašćenim cijenama kupe akcije banaka iz dokapitalizacije.

Zakon o privrednim društvima, kao osnovni zakonski propis, donesen je 2004. godine i bio je zasnovan na sličnim kompanijskim zakonima iz zemalja Evropske unije. Njime su bila predviđene i neke od veoma bitnih stavki za funkcionisanje finansijskog tržišta u Srbiji:

- “povećana je transparentnost poslovanja akcionarskih društava,
- unapređena zaštita manjinskih akcionara,
- povećana su ovlašćenja skupština akcionara, posebno u pogleda raspolaganja velikom imovinom preduzeća,
- mogućnost emitovanja akcija bez nominalne vrijednosti,
- obavezna homogenizacija akcija u okviru jednog privrednog društva, itd.”¹³³

Jedan od važnijih zakonskih propisa, Zakon o investicionim fondovima, koji je prvi put definisao ovu grupu institucionalnih investitora, donesen je tek 2006. godine. Iako je određen prilično visok novčani cenzus od 200.000,00 evra za osnivanje društva za upravljanje fondovima, druge odredbe bile su vrlo atraktivne (dovoljan je bio samo jedan portfolio menadžer, mogućnost osnivanja otvorenih, zatvorenih i privatnih investicionih fondova, itd.). Zakon o dobrovoljnim penzionim fondovima usvojen je 2005. godine i on je omogućio formiranje ovih izuzetno bitnih finansijskih posrednika za svako finansijsko tržište, ali se, kao i u slučaju investicionih fondova, nekoliko godina zakasnilo da bi efekti njihovog postojanja odigrali značajniju ulogu u sazrevanju srpskog tržišta kapitala.

2.3.2. *Reforma institucija*

Kao nadležna državna institucija za sprovođenje Zakona o privatizaciji, 2001. godine formirana je Agencija za privatizaciju. Cilj njenog osnivanja bio je da se proces privatizacije ubrza i da se u roku od nekoliko narednih godina ukine društvena i državna

¹³³ Zakon o privrednim društvima (2004). Službeni glasnik br. 125/04.

svojina. Veoma brzo pokrenuo se talas privatizacija putem aukcija i tendera, pri čemu su se aukcijama prodavala mala i srednja preduzeća, dok se putem tendera prodavao državni paket u velikim kompanijama.

Akcijski fond Republike Srbije osnovan je 2001. godine Zakonom o Akcijskom fondu, kojim je na njega prenesen sav državni kapital u preduzećima koja su otpočela proces privatizacije i koji je bio raspoređen na Fond za razvoj Republike Srbije¹³⁴. Akcijski fond se ponašao kao državni investicioni fond čiji je osnovni zadatak bio da maksimizira prihod od prodaje društvenog kapitala koji mu je prenesen, ali je to u praksi izgledalo kao prodaja u što kraćem roku i često ne pod najpovoljnijim cijenama. Akcijski fond je često nudio svoje pakete akcija veoma brzo pošto se kompanija listirala na Beogradskoj berzi i prije nego što se kroz berzansku trgovinu formirala realna cijena akcija (cijene velikog broja akcija koje je Akcijski fond prodavao u periodu 2002-2003. godine bilježile su rast od 5 do 15 puta u periodu 12-24 mjeseci poslije te prodaje – Apatinska pivara a.d. Apatin, Hemofarm a.d. Vršac, Metalac a.d. Gornji Milanovac, itd).¹³⁵

Takođe, prodavani su paketi akcija (10%, 30% ili 40% kapitala), što je najčešće predstavljalo velike iznose koji nisu bili dostupni malim investitorima, umjesto da su se na berzu iznosili manji paketi akcija kako bi se podstakla veća tražnja za akcijama, veća likvidnost i, na duži rok i veća cijena. Iznošenjem većih paketa akcija koji su prodavani kontroverznom berzanskom metodom trgovine “minimalna cijena, minimalna količina“, favorizovana je pojava jednog velikog akcionara koji je imao mogućnost da i sa manjinskim paketom akcija na Skupštini akcionara postigne većinsko pravo odlučivanja (Akcijski fond nije imao pravo odlučivanja na Skupštinama akcionara do juna 2005. godine). Kompanije su na taj način postajale neatraktivne za druge investitore, a mali akcionari u tim firmama osuđeni na nepovoljnu poziciju u pogledu prava odlučivanja i prava na realnu cijenu za svoju akciju. Pored toga, Akcijski fond je imao pravo da proda svoj kapital u privatizovanim preduzećima prihvatanjem ponuda za preuzimanje kompanija, što je dodatno urušavalo berzanski promet.

¹³⁴ *Zakon o Akcijskom fondu* (2001). www.paragraf.rs.

¹³⁵ *Beogradska berza* (22. novembar 2015). www.belex.rs.

Akcijski fond je u periodu od 2002. do aprila 2006. godine bio najveći berzanski učesnik u prometu pošto je u tom periodu prodao akcije koje su bile u njegovom posjedu u ukupno 644 kompanije, za ukupnu sumu od 415,5 miliona evra.¹³⁶ Veliki broj kompanija došao je na listing Beogradske berze na osnovu pokrenute inicijative Akcijskog fonda (pravilima berze bilo je predviđeno da i Akcijski fond može da inicira listiranje kompanije, pošto je menadžment kompanija u velikom broju slučajeva izbjegavao izvršenje svoje obaveze), ali su se njegove odluke oko prodaje paketa akcija u određenim slučajevima pokazale kao diskutabilne sa aspekta njegove osnovne misije, a to je zaštita državnog kapitala.

Komisija za hartije od vrednosti dobila je veća ovlašćenja, posebno u oblastima koje su uvedene, poput trgovine akcijama, preuzimanja kompanija, zaštite malih akcionara, itd. Njena samostalnost bila je definisana zakonskim propisima, ali je u praksi postojao određeni politički uticaj na njene odluke, posebno u procesima preuzimanja velikih kompanija koje su bile na meti domaćih investitora. Reforma ove institucije uglavnom je išla u pravcu regulisanja novih učesnika na finansijskom tržištu Srbije i novih finansijskih instrumenata.

Centralni registar, depo i kliring hartija od vrednosti (u daljem tekstu Centralni registar) predstavljao je klirinšku kuću preko koje se odvijao proces saldiranja berzanskih transakcija, kao i ponuda za preuzimanje, i njegovo formiranje je predstavljalo veliki korak u razvoju srpskog tržišta kapitala. Centralni registar osnovan je kao nezavisna instituciju u kojoj najmanje 51% kapitala pripada Republici Srbiji.¹³⁷

U Centralnom registru hartija od vrednosti obavljaju se sledeći poslovi:

- “vođenje registra hartija od vrijednosti;
- evidencija hartija od vrijednosti na računima emitenata;

¹³⁶ *Ministarstvo privrede i privatizacije Republike Srbije* (22. novembar 2015). www.mpriv.rs.

¹³⁷ *Zakon o tržištu hartija od vrednosti* (2002). www.bofos.org.rs

- vođenje i evidencija računa hartija od vrijednosti članova Centralnog registra hartija od vrednosti i njihovih klijenata;
- upis prava trećih lica na hartijama od vrijednosti;
- čuvanje materijalizovanih hartija od vrijednosti;
- vođenje novčanih računa članova Centralnog registra hartija od vrednosti;
- uknjižavanje materijalizovanih hartija od vrijednosti u dematerijalizovanoj formi;
- kliring i saldiranje obaveza i potraživanja u hartijama od vrijednosti i novcu nastalih na osnovu zaključenih poslova sa hartijama od vrijednosti i utvrđivanje stanja obaveza i potraživanja članova Centralnog registra hartija od vrednosti i njihovih klijenata posle izmirenja međusobnih obaveza i potraživanja, i to u roku utvrđenom Pravilima poslovanja Centralnog registra hartija od vrednosti;
- prenos i preknjižavanje hartija od vrijednosti na računima članova Centralnog registra hartija od vrednosti i vlasnika tih hartija;
- drugi poslovi u vezi sa hartijama od vrijednosti.¹³⁸

U Centralnom registru hartija od vrednosti otvaraju se i vode sledeći računi:

- “računi hartija od vrijednosti članova Centralnog registra hartija od vrednosti, a u okviru ovih računa i
 - vlasnički računi hartija od vrijednosti;
 - računi upravljanja;
 - zbirni kastodi račun.
- računi deponovanih hartija od vrijednosti;
- emisioni računi¹³⁹.

U Centralnom registru hartija od vrednosti otvaraju se i vode sledeći novčani računi:

- “novčani računi članova Centralnog registra hartija od vrednosti,
- računi garantnih fondova članova Centralnog registra hartija od vrednosti¹⁴⁰.

¹³⁸ *Zakon o tržištu hartija od vrednosti* (2002). www.bofos.org.rs.

¹³⁹ *Zakon o tržištu hartija od vrednosti* (2002). www.bofos.org.rs.

¹⁴⁰ *Zakon o tržištu hartija od vrednosti* (2002). www.bofos.org.rs.

U januaru 2003. godine Centralni registar je usvojio novu platformu pod nazivom Beokliring, koji je podrazumijevao obavljanje poslova kliringa i saldiranja novčanih transakcija (pored već postojećih poslova kliringa i saldiranja hartija od vrijednosti) po principu Isporuke hartija od vrijednosti u isto vrijeme sa isplatom sredstava (engl. *Delivery versus Payment*). U praksi je to značilo da se isporuka novca i hartija od vrijednosti odvijala putem Centralnog registra u roku od tri radna dana, što jeste bio veliki korak naprijed po pitanju sigurnosti obavljanja transakcija na tržištu kapitala, ali sam rok nije davao mogućnost brze reakcije u slučaju promjene berzanskih cijena i obavljanja novih transakcija dok ne istekne rok od tri dana.¹⁴¹

Beogradska berza je pretrpjela značajne promjene sa početkom tranzicije 2000. godine. Proces privatizacije koji je dobio svoj konačni model zahtijevao je da se tehnološki i stručno i Beogradska berza prilagodi novim tržišnim okolnostima. Usvajanjem odgovarajućih propisa i razvojem trgovačke platforme, Berza je u prvo vrijeme trgovinu akcijama obavljala putem aukcija koje su se odvijale u berzanskoj sali, podnošenjem naloga u formi dokumenta od strane brokera. Ovakve aktivnosti brokera trajale su sve do 2004. godine, kada je prvo uvedena daljinska trgovina hartijama od vrijednosti, što je omogućilo brokerima da unose naloge iz svojih kancelarija. Iste godine uvedeno je svakodnevno trgovanje akcijama, a u oktobru i kontinuirana trgovina akcijama.¹⁴² Broj listiranih preduzeća na Beogradskoj berzi dostigao je veličinu od čak 1.700 kompanija, ali je promet s velikim brojem njih bio zanemarljiv.

Iste 2004. godine uveden je i prvi berzanski indeks – BELEXfm, koji prati akcije kojima se trguje metodom preovlađujuće cijene, a poslije godinu dana i indeks BELEX15, koji prati petnaest odabranih preduzeća sa kontinuiranog trgovanja.¹⁴³

¹⁴¹ *Centralni registar hartija od vrednosti Republike Srbije* (12. februar 2016). www.crhov.rs.

¹⁴² *Beogradska berza* (2005). Godišnji izveštaj za 2004. godinu, www.belex.rs.

¹⁴³ *Beogradska berza* (20. decembar 2015). www.belex.rs.

2.3.3. *Reforma svojinskih odnosa*

Taj proces je u prethodnih desetak godina više puta pokretan pa obustavljan, iako je već na osnovu prvog privatizacionog zakona u Srbiji, Zakona o društvenom kapitalu, ukupno 1.220 kompanija (33,17% od ukupnog broja preduzeća) transformisano u akcionarska društva u roku od godinu dana od dana donošenja Zakona. Ključni razlog za takav rezultat bio je rok od jedne godine za emitovanje akcija sa popustom za zaposlene, koji je natjerao preduzeća da ubrzaju ovaj proces, tako da je samo 9 preduzeća prodato, dok je svih preostalih 1.211 kompanija privatizovano putem dokapitalizacije.¹⁴⁴

Ovim zakonom bile su predviđene sledeće procedure:

- predviđena je privatizacija svih preduzeća bez ograničenja u pogledu visine kapitala,
- domaći investitori imali su povlašćenu poziciju kroz predviđene popuste (30% + 1% za svaku godinu radnog staža za zaposlene, 30% za ostale građane).
- mogućnost plaćanja u ratama do deset godina,
- knjigovodstvena vrijednost na osnovu bilansa stanja preduzeća iz prethodne godine predstavljala je osnov za vrednovanje preduzeća u procesu privatizacije.

Jedna od većih zamjerki ovog modela privatizacije bila je ta što se sprovodila na dobrovoljnoj bazi, a odluku o početku tog procesa donosilo je preduzeće samostalno.¹⁴⁵

Zakon o privatizaciji iz 2001. godine promijenio je model privatizacije sa masovne na investicionu privatizaciju i kao glavni način odabrao prodaju većinskih paketa putem aukcija ili tendera, dok je kombinovani model privatizacije bio sekundarni, budući da su

¹⁴⁴ Zec, M. (2001). *Privatizacija u Srbiji – koncepti i institucije*, IX Miločersko savetovanje – Finansijska tržišta u uslovima zakasnele privatizacije.

¹⁴⁵ Zec, M. (2001). *Privatizacija u Srbiji – koncepti i institucije*, IX Miločersko savetovanje – Finansijska tržišta u uslovima zakasnele privatizacije.

manjinske pakete mogli da dobiju besplatno ili kupe zaposleni u kompanijama koje su bile predmet procesa privatizacije.¹⁴⁶

U zemljama Centralne i Istočne Evrope, čija su iskustva korišćena kao parametar za odabir srpskog privatizacionog modela, bila su prisutna tri osnovna modela privatizacije (Tabela 2.11):

- model masovne vaučerske privatizacije (između ostalih zemalja i Rusija, Češka, Crna Gora, Bosna i Hercegovina);
- model investicione privatizacije – direktna prodaja, prodaja akcija putem berze, inicijalne javne ponude, javne ponude (između ostalih zemalja i Mađarska, Poljska, Slovačka, Bugarska);
- kombinovani model privatizacije – otkup od strane menadžmenta i zaposlenih, odnosno engl. *Management-Employee Buyouts* (između ostalih zemalja i Slovenija, Rumunija, Hrvatska, Makedonija).¹⁴⁷

¹⁴⁶ Ministarstvo privrede Republike Srbije (2001). *Zakon o privatizaciji*, www.priv.rs.

¹⁴⁷ Rakočević, R. (2007). *Privatizacija i razvoj finasijskog tržišta u zemljama Istočne Evrope*, magistarski rad, Ekonomski fakultet, Beograd.

Tabela 2.11. Primarni i sekundarni modeli privatizacije u zemljama Centralne i Istočne Evrope

Model privatizacije			
Država	Vaučerska	Direktna prodaja	Kombinovani
Rusija	*	+	
Češka	*	+	
Bosna i Hercegovina	*	+	
Republika Srpska	*	+	
Crna Gora	*	+	+
Litvanija	*	+	
Gruzija	*	+	
Kazahstan	*	+	
Jermenija	*		+
Srbija		*	+
Mađarska		*	+
Poljska		*	+
Bugarska	+	*	
Slovačka	+	*	+
Estonija	+	*	
Tadžikistan	+	*	
Bivša DDR		*	
Slovenija	+		*
Hrvatska	+		*
Makedonija		+	*
Rumunija	+		*
Albanija		+	*
Ukrajina		+	*
Uzbekistan		+	*
Azerbejdžan	+		*
Turkmenistan		+	*
Belorusija	+		*

* primarni model privatizacije,

+ sekundarni model privatizacije

Izvor: Nellis, J. (2001). *The World Bank, Privatization and Enterprise Reform in Transition Economies – A Retrospective Analysis*, Center for Global Development, Washington D.C.,

str. 40.

Kao što se vidi iz Tabele 2.11, sve zemlje su koristile kombinaciju dva modela privatizacije, što je na kraju bio slučaj i sa srpskim modelom privatizacije, u kojoj je primarni model bila investiciona privatizacija, a sekundarni kombinovani model privatizacije.

U zavisnosti od brzine sprovođenja procesa privatizacije po Zakonu o društvenom kapitalu,¹⁴⁸ srpska preduzeća su u najvećoj mjeri imala jednu od ove dvije strukture kapitala:

- preduzeća koja su završila proces privatizacije po Zakonu o društvenom kapitalu:
 - 60% kapitala pripadalo je zaposlenima, bivši zaposlenima i penzionerima te kompanije,
 - 30% ostali državljani Srbije,
 - 10 % Fond Penzijsko-invalidskog osiguranja Srbije,

- preduzeća koja nisu do kraja završila proces privatizacije po Zakonu o društvenom kapitalu:
 - 60% kapitala pripadalo je zaposlenima, bivšim zaposlenima i penzionerima te kompanije,
 - 30% Fond za razvoj Republike Srbije, koji je to prenio na Akcijski fond Republike Srbije,
 - 10 % Fond Penzijsko-invalidskog osiguranja Srbije.

Najveći problem u reformi svojinskih odnosa u procesu tranzicije u Srbiji nisu predstavljali zakonski propisi i odredbe, kao ni funkcionisanje institucija, pošto su i jedna i druga komponenta sprovođenja procesa privatizacije bile korektno definisane, već izbor pogrešnog modela privatizacije, ako posmatramo interes srpskog društva u cjelini. Čitav koncept, kao i samo sprovođenje privatizacije srpskih kompanija, u najvećoj mjeri bio je u funkciji ostvarivanja koncepta privatizacije na kojem su insistirale Svjetska banka i

¹⁴⁸ *Zakon o društvenom kapitalu* (1990). Službeni list SFRJ 46/90.

Međunarodni monetarni fond (engl. *International Monetary Fund – IMF*) i koji je bio primjenjivan u ostalim zemljama Centralne i Istočne Evrope. Insistiranje na brznoj privatizaciji, u kojoj je akcenat bio na najvećim i najkvalitetnijim kompanijama, predstavljao je pravi primjer neoliberalnog koncepta koji je odgovarao prije svega velikim multinacionalnim kompanijama koje nisu samo kupovale lokalne kompanije već i dominaciju na domaćem tržištu.¹⁴⁹

Pored stranih investitora, jedan od glavnih pokretača privatizacije u Srbiji bio je interes manjeg kruga domaćih investitora, koji su imali značajan uticaj na proces privatizacije određenih kompanija. Favorizovanje poželjnih kupaca, odlaganje donošenja zakonskih propisa u definisanju procesa preuzimanja kompanija, tolerisanje nepoštovanja prava malih akcionara, prikrivanje javnih informacija i insajderska trgovina, manipulacija berzanskim pravilima, uz optužbe da je postojalo direktno miješanje političkog vrha u procese privatizacije, bacili su značajnu mrlju na proces privatizacije u Srbiji.

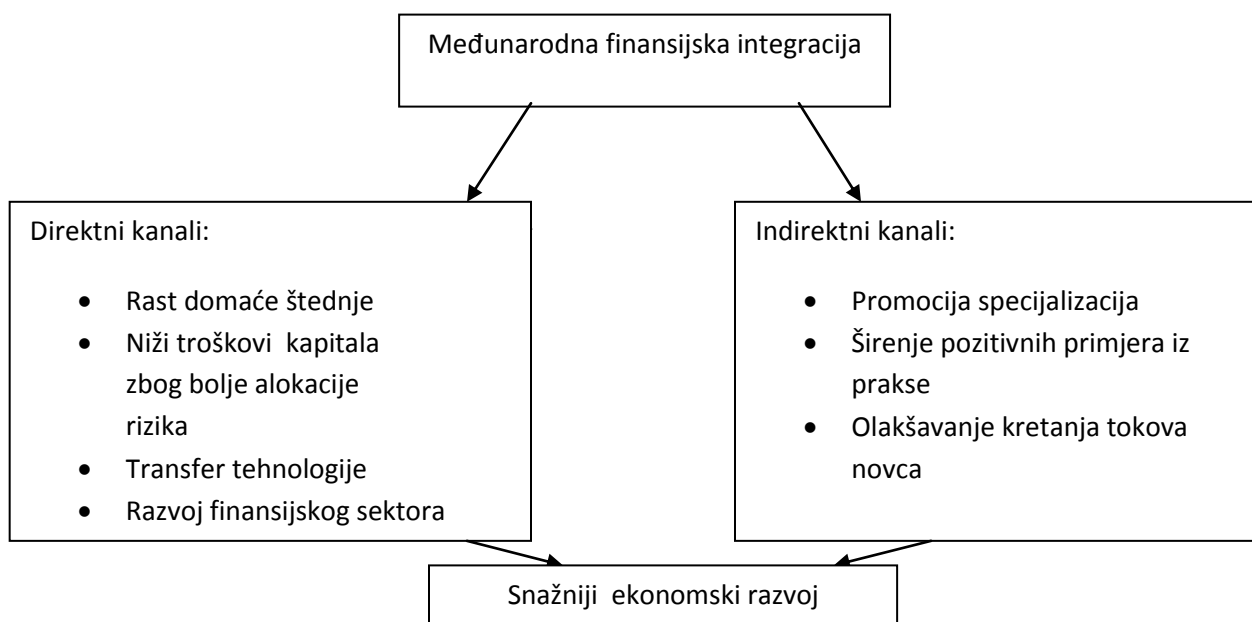
2.4. *Uticaj svjetskog tržišta kapitala na domaće tržište kapitala*

Ne postoji nijedno lokalno tržište kapitala u svijetu koje je potpuno izolovano od stranog uticaja. Raznim transakcionim kanalima globalizacija postaje činjenica s kojom se sve ekonomije u svim oblastima suočavaju, tako da i finansijski sistem i finansijsko tržište jedne zemlje postaje izloženo globalnim trendovima. Nikada nije samo u pitanju globalizacija finansijskih tokova, ma koliko oni bili bitni. Uporedo s tim dolazi i do transfera znanja, iskustava, pozitivne prakse, povećanja konkurentnosti i produktivnosti, što sve čini globalizaciju izuzetno bitnim i prevashodno pozitivnim procesom.

Postoje dvije dimenzije procesa finansijske globalizacije: jedna je finansijska diversifikacija odnosno pitanje ko je vlasnik finansijskih instrumenata na jednom tržištu, a druga je finansijski “ofšoring“ (engl. *offshoring*) odnosno gdje se trguje hartijama od

¹⁴⁹ Ekspres (4. april 2016). *Intervju – Miodrag Zec: Autobus ne može da vozi dvesta ljudi – koga ćemo izbaciti napolje?*, www.ekspres.net.

vrijednosti.¹⁵⁰ Što je jedno tržište kapitala razvijenije, to je veći broj stranih investitora na njemu, a hartije koje se nalaze na berzi u toj zemlji često su listirane i na drugim inostranim berzama. Međunarodna finansijska integracija odvija se direktnim i indirektnim kanalima, koji zajedno dovode do neminovnog ekonomskog razvoja (Slika 2.4).



Slika 2.4. Kanali kojima globalno finansijsko povezivanje utiče na ekonomski razvoj

Izvor: Prasad, E., Rogoff, K., Wei, Sh-J. & Kose, A. M. (2003). *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, International Monetary Fund, str. 24

Da bi se postigao maksimalan efekat od globalizacije tržišta kapitala za lokalno tržište, potrebno je da vladajući organi jedne zemlje istraju u procesu liberalizacije ekonomskih odnosa sa inostranstvom, omoguće kvalitetniji rad nadležnih institucija, smanje otpore koji se javljaju kod sprovođenja procesa integracije u svjetsku ekonomiju. Pored toga, neophodno je sprovesti promjene zakonskih odredaba u vezi sa garantovanjem svojinskih prava, ojačati pravni sistem, podići sistem kontrole bankarskog sektora na viši nivo, kao i raditi na promociji globalizacije i povezivanja kao neminovnosti modernih ekonomija u

¹⁵⁰ Ceballos, F., Didier, T. & Schmukler, L. S. (2012). *Financial Globalization in Emerging Countries: Diversification vs. Offshoring*, The World Bank, Policy Research Working Paper 6105, str. 3.

XXI vijeku.¹⁵¹ Pored toga, neophodno je realno sagledavanje trenutne situacije u društvenom i ekonomskom sistemu zemlje koja se uključuje u proces globalizacije, kako bi se našla prava mjera između prihvatanja dobrih aspekata globalizacije, uz izbjegavanje rješenja koja mogu da izazovu negativne rezultate na duži rok.

Uticaj globalizacije na tržište kapitala u Srbiji može se posmatrati kroz više pravaca:

- jačanje institucija zaduženih za funkcionisanje i razvoj finansijskog tržišta;
- otvaranje tržišta kapitala kroz povećano prisustvo i aktivnost stranih investitora;
- snižavanje kamatnih stopa zbog povećane tražnje stranih investitora;
- rast finansijskog sektora, posebno u bankarstvu i osiguranju;
- jačanje korporativne kulture javnih kompanija;
- usklađivanje regulative sa praksom razvijenijih tržišnih ekonomija;
- jačanje zaštite prava manjinskih akcionara.

Iako je Srbija uhvatila dobar investicioni talas koji je zadesio svjetsku ekonomiju u periodu poslije sloma balona internet kompanija iz 2000. godine, naša zemlja ipak nije dovoljno dobro iskoristila priliku koja joj se ukazala. Prije svega to se odnosi na korišćenje globalizacije u pogledu reformi institucija i regulative, koja je, iako formalno sprovedena, bila najlošiji dio srpske tranzicije.

Pri tome, veoma je bitno istaći činjenicu da strani investitori rijetko posmatraju Srbiju izdvojeno od regiona Zapadnog Balkana, prostora bivše Jugoslavije ili Jugoistočne Evrope. Činjenica da se u grupi graničnih tržišta prema klasifikaciji kompanije MSCI, koja predstavlja vodeću svjetsku privatnu kompaniju za istraživanje finansijskih tržišta, nalazi pet zemalja iz ovog regiona (Srbija, Slovenija, Hrvatska, Bugarska i Rumunija), a da su ostala tržišta van postojećih klasifikacija (Makedonija, Crna Gora, Albanija), dovoljno

¹⁵¹ Kandil, M., Shahbaz, M., & Nasreen, S. (2015). *The interaction between globalization and financial development: New evidence from panel cointegration and causality analysis*, Munich Personal RePEc Archive, str. 30-31.

govori koliko su mala pojedinačna tržišta kapitala u ovom regionu.¹⁵² Prostor bivše Jugoslavije predstavljao je značajno tržište sa 22 miliona stanovnika i velikim tržišnim potencijalom i velike korporacije ili strani investicioni fondovi nisu zainteresovani da investiraju na tržišta koja nose velike fiksne troškove, a potencijalna zarada ne može da budu dovoljno visoka u odnosu na rizike i troškove koji je prate. Upravo zbog toga su na srpskom tržištu kapitala u početnoj fazi investirali inostrani špekulativni investitori koji traže takve investicije, dok su veći fondovi došli tek kada su se promet i tržišna kapitalizacije podigli na viši nivo. Ta inostrana društva za upravljanje imovinom su investirala preko svojih posebnih fondova za ovaj region, koji su imali prefikse Balkan ili Nova Evropa (*East Capital Balkan Fund, Gustavia Balkan Fund, Danske Invest Trans-Balkan Fund, Trigon New Europe Value Fund*).¹⁵³ Učešće akcija iz Srbije u portfoliju ovih fondova koji investiraju u regionu Balkana iznosilo je u maju 2016. godine između 10-12% kod ovih fondova.¹⁵⁴ U strukturi portfolija često se uključuju i akcije iz Turske i Grčke, prije svega zbog veličine tržišta i likvidnosti na tim berzama, čime se postiže veća likvidnost tih fondova (Tabela 17). Iz Tabele 17 može se zaključiti da bi bez ove dvije zemlje ostale berze posmatrane zajedno i dalje predstavljale izuzetno malo tržište za veće investicione fondove, tako da je realnost ovog regiona da se posmatra kao jedinstvena investiciona destinacija. Realizacija dugogodišnje ideje o povezivanju regionalnih berzi konačno je pokrenuta i projekat SEE-Link, koji se odvija uz podršku Evropske banke za obnovu i razvoj, sada uključuje berze u Ljubljani, Skoplju, Zagrebu, Sofiji, Beogradu, Banjaluci i Atini. Od ovog projekta mnogo se očekuje i sigurno će predstavljati veliki korak za sve berze u regionu, koji bi trebalo da ovaj region postavi i na globalnu mapu investiranja (Tabela 2.12).

¹⁵² MSCI (2016). www.msci.com.

¹⁵³ www.gustavia.se, www.eastcapital.com, www.danskeinvest.fi, www.trigoncapital.com.

¹⁵⁴ Učešće akcija iz Srbije u portfelju u maju 2016. godine iznosi 10,1% kod East Capital Balkan Fund, a 11,4% kod Gustavia Balkan Fund.

Tabela 2.12. Visina tržišne kapitalizacije berzi u regionu na dan 30.05.2016. godine u milijardama evra

	Srbija	Slovenija	Hrvatska*	Bugarska	Rumunija	Turska	Grčka	UKUPNO**	Austrija	Poljska
Tržišna kapitalizacija	5,3	5,1	16,6	3,3	28,4	186,1	42,4	287,3	87,9	118,1

* na dan 30.04.2016. godine

**Zbir tržišnih kapitalizacija berzi u Srbiji, Sloveniji, Hrvatskoj, Bugarskoj, Rumuniji, Turskoj i Grčkoj

Izvor: *SEE Link* (30. maj 2016). www.see-link.net.

Kada govorimo o uticaju globalnog tržišta kapitala na srpsko tržište kapitala, možemo i da suzimo horizont i posmatramo ga preciznije kao uticaj evropskog finansijskog tržišta i tržišta kapitala na naše tržište. Pri tome, najveći uticaj imaju kretanja u privredama zemljama iz kojih su došli strani investitori u bankarskom sektoru (Italija, Grčka, Austrija, Francuska, Slovenija),¹⁵⁵ a zatim i stanje u zemljama porijekla većih portfolio investitora (Slovenija, Hrvatska, Švedska, Finska, Estonija).¹⁵⁶ Uticaj tržišnih kretanja preliva se kroz evropski finansijski sektor na Srbiju, koja je tako indirektno povezana sa globalnim tržištem. Pored toga, kao zemlja kandidat za priključenje Evropskoj uniji Srbija je preuzela obavezu usaglašavanja u svim privrednim oblastima sa evropskim standardima, tako da se donošenje odgovarajućih zakonskih propisa i odredaba obavlja uz poštovanje normativa Evropske unije. To će u budućnosti dovesti do veće koordinacije u oblastima monetarne i fiskalne politike, kao i do funkcionisanja tržišta kapitala. Svako približavanje srpskog tržišta kapitala evropskim standardima predstavlja ogroman korak i ostaje nada da će se efekti vidjeti u skorijoj budućnosti.

2.4.1. *Transmisioni kanali uticaja globalnog tržišta kapitala na tržište kapitala u Srbiji*

Najznačajniji transmisioni kanali kojima je globalno tržište kapitala uticalo na tranziciju tržišta kapitala u Srbiji bili su:

- strane direktne investicije,

¹⁵⁵ Narodna banka Srbije (30. maj 2016). www.nbs.rs.

¹⁵⁶ Centralni registar hartija od vrednosti Republike Srbije (30. maj 2016). www.crhov.rs.

- investiranje od strane inostranih portfolio investitora na Beogradskoj berzi i vanberzanskom tržištu,
- kanal deviznog kursa,
- kanal kamatnih stopa,
- pojava kreditiranja iz inostranstva i inostranih banaka.

Od pada Istočnog bloka i otvaranja zemalja Centralne i Istočne Evrope ka svijetu otpočela je borba tih zemalja za privlačenjem što više stranih investicija. Strane direktne investicije u Srbiji u periodu od 2000. do septembra 2015. godine iznosile su preko 18 milijardi evra.¹⁵⁷ Najznačajniji dio stranih investicija činile su kupovine preduzeća iz procesa privatizacije od strane multinacionalnih kompanija (Gasprom, Filip Moris, BAT, Lukoil, Henkel, Štada, Interbru, Karlsberg, Hajneken, Holcim, itd).

Ove investicije ujedno su imale i najveći uticaj na tranziciju tržišta kapitala u Srbiji. Postoji više efekata koje su one imale:

- povećanje prometa na Beogradskoj berzi;
- povećanje tržišne kapitalizacije Beogradske berze;
- jačanje korporativne kulture privatizovanih preduzeća;
- privlačenje stranih portfolio investitora na srpsko tržište kapitala.

Multinacionalne kompanije imale su poslije obavljene kupovine većinskog paketa akcija putem tendera (u ređim slučajevima kupovale su manjinske pakete) obavezu listiranja na Beogradskoj berzi. U najvećem broju slučajeva one su veoma brzo delistirale svoje kompanije sa berze otkupom udjela manjinskih akcionara (Hemofarm a.d. Vršac, Apatinska pivara a.d. Apatin, Pivara Čelarevo a.d. Čelarevo, Duvanska industrija Vranje, Henkel a.d. Kruševac, itd.), dok su samo neke i dalje aktivne na Beogradskoj berzi (Duvanska industrija Niš, Tehnogas a.d. Beograd).

¹⁵⁷ Narodna banka Srbije (31. januar 2016). www.nbs.rs.

Strani portfolio investitori imaju ulogu prvih prenosilaca kapitala iz razvijenih u tržišta u razvoju. Kao kolektivni sistemi investiranja, njihovim prisustvom na tržištu kapitala u Srbiji ogroman broj njihovih privatnih i korporativnih investitora takođe postaje investitor na srpskom tržištu kapitala. Najčešće je riječ o privatnim investicionim fondovima koji su stekli veliko iskustvo investirajući u zemlje Istočne i Centralne Evrope, kao i u Rusiji od 1990. godine, i koji su uključili zemlje bivše Jugoslavije u svoju investicionu politiku (Danske Capital Finland, Danske Capital Denmark, East Capital, Gustavia, Karoll Capital, Auerbach Grayson, Falcon, A banka, Alta Invest, Privredna banka Zagreb, itd.). Postoji i više investicionih fondova koji su registrovani isključivo za investiranje u berzanske hartije od vrijednosti na području Balkana, ali je njihov broj sada mnogo manji (Danske Invest Trans Balkan Fund, East Capital Balkan Fund).

Od kada je Beogradska berza 2006. godine uvela praćenje učešća stranih investitora u prometu, možemo da primjetimo da je postojao pad u periodu najveće globalne finansijske krize, ali opet manji nego što je možda bilo očekivano (prema iskustvu iz Rusije 1998. godine). Razlozi za takvo ponašanje su sledeći:

- veliki pad berzanskih cijena u izuzetno kratkom roku na Beogradskoj berzi;
- izuzetno niska likvidnost i promet;
- niska apsolutna vrijednost koja je investirana na Beogradskoj berzi, u odnosu na ukupna sredstva pod upravljanjem stranih investicionih fondova, itd.

Indeks Belex15, koji prati 15 izabranih kompanija sa Beogradske berze, imao je 15. septembra 2008. godine, dan pošto je objavljen bankrot investicione banke Liman braders (engl. *Lehman Brothers*) vrijednost od 1.287 poena, a samo šest mjeseci kasnije, na dan 13. marta 2009. godine, iznosio je 359 poena, što predstavlja pad od čitavih 72%.

U periodu od 2006. do 2016. godine učešće stranih investitora bilo je veoma veliko u periodu prije globalne finansijske krize, da bi s njenim početkom 2008. godine počelo sa smanjivanjem njihovog prisustva u prometu (veliki skok 2013. godine rezultat je listiranja

akcija Naftne industrije Srbije i velikog prometa na strani prodaje akcija AIK banke Niš).¹⁵⁸ Strani investitori bili su veoma značajan faktor za razvoj i ostalih tržišta kapitala u Centralnoj i Jugoistočnoj Evropi, poput Varšavske berze (Tabela 2.13).

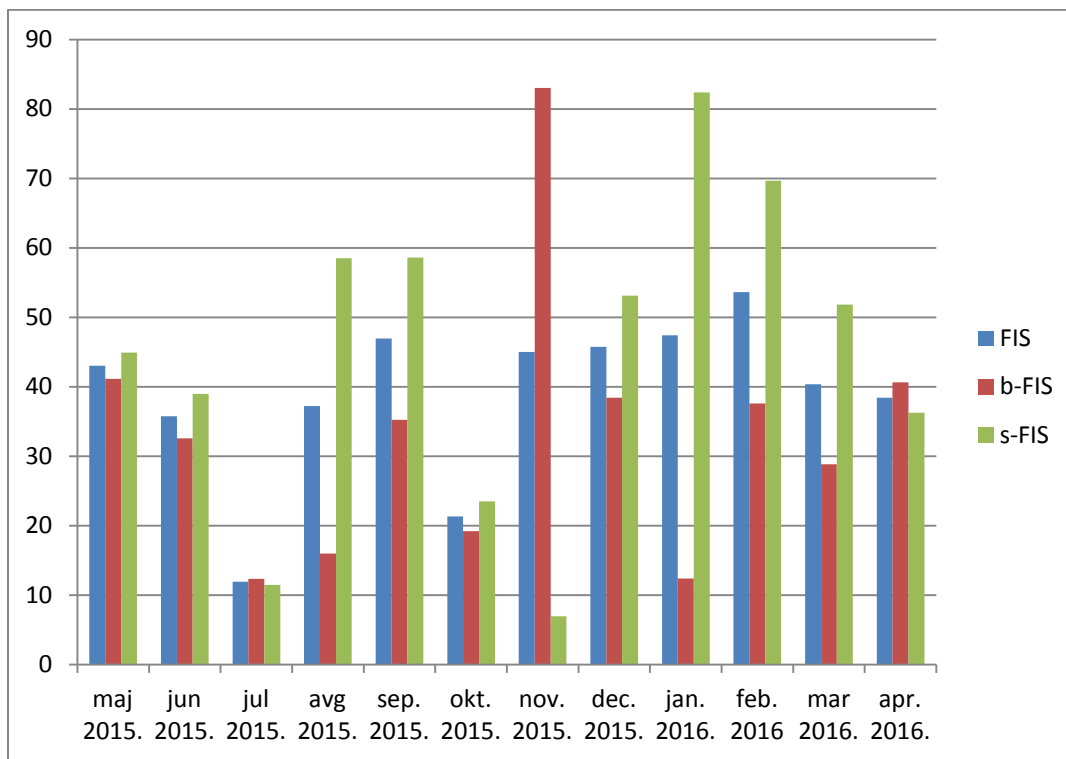
Tabela 2.13. Procenat učešća stranih investitora u ukupnom prometu hartija od vrijednosti na Beogradskoj i Varšavskoj berzi, % (2006-2015. godina)

Godina	Beogradska berza	Varšavska berza
2006.	47,99	31,00
2007.	39,25	33,00
2008.	47,31	43,00
2009.	42,34	36,00
2010.	33,62	47,00
2011.	39,40	47,00
2012.	47,82	48,00
2013.	69,66	47,00
2014.	42,16	n.a.
2015.	41,95	n.a.

Izvor: *Beogradska berza* (31. januar 2016). www.belex.rs., *Warsaw Stock Exchange* (31. januar 2016). www.gpw.pl.

U posljednjih godinu dana (maj 2015. – april 2016. godine), učešće stranih investitora u ukupnom prometu akcijama kretalo se u rasponu od 11,9 do 53,6%, pri čemu je primjetno da su u posljednje vrijeme strani investitori sve aktivniji, ali više na strani prodaje akcija (Grafikon 2.5). Takođe, jasno je da obveznice nisu toliko atraktivne za strane investitore, pošto je njihov motiv za investiranje na tržištima u razvoju i graničnim tržištima ostvarivanje visokih stopa prinosa, koji se mogu ostvariti samo u trgovini akcijama.

¹⁵⁸ *Beogradska berza* (31. januar 2016). www.belex.rs.



Grafikon 2.5. Učešće stranih investitora u prometu Beogradske berze (mart 2015. – april 2016. god)

Izvor: Beogradska berza (8. maj 2016). www.belex.rs

Devizni kurs dinara sigurno je jedna od najvažnijih monetarnih kategorija u privredi Srbije, ali ujedno je i veoma povezan s kretanjima kamatne stope. U slučaju rasta deviznog kursa uvozni proizvodi i sirovine poskupljuju, što ima efekat na rast cijena u zemlji. Viša kamatna stopa dovodi do rasta tražnje za domaćom valutom, što dovodi do manjeg izvoza i samim tim i smanjenja tražnje u inostranstvu za srpskim proizvodima koji postaju skuplji u evrima, a time i do pada proizvodnje.¹⁵⁹ Viša kamatna stopa na dinarske dužničke hartije od vrijednosti, uz stabilan devizni kurs, povećava tražnju za domaćom valutom. Takvo jačanje dinara nije održivo na duži rok jer njegovo vještačko održavanje dovodi do iluzije da je i kupovna moć stanovništva veća, što jedino raduje uvoznike, čiji proizvodi postaju “jeftiniji” u odnosu na domaće, tako da je u tom slučaju domaća proizvodnja na gubitku.

¹⁵⁹ Narodna banka Srbije (15. februar 2016). www.nbs.rs.

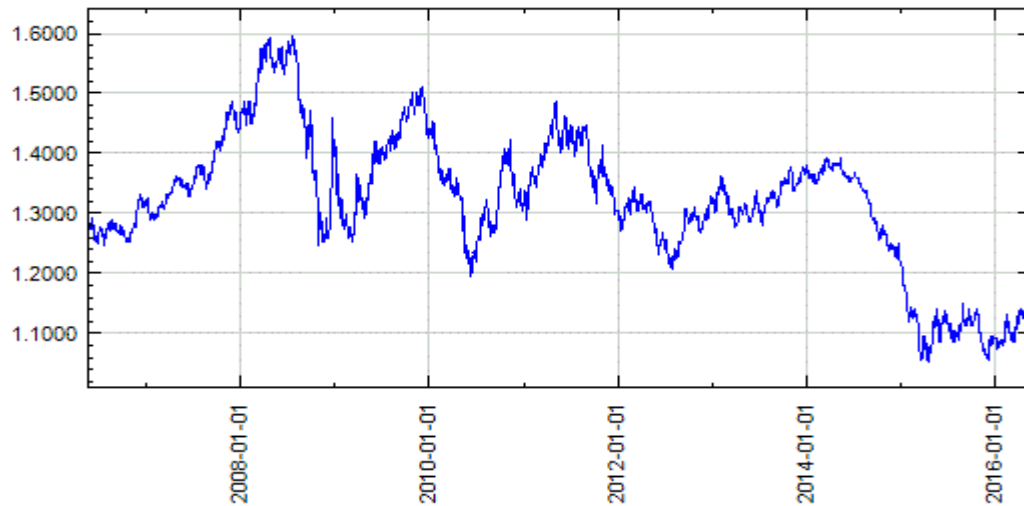
Jedna od osnovnih karakteristika srpskog finansijskog sektora je evroizacija, tj. korišćenje evra kao rezervne valute. Ovo je i faktički verifikovano kada je Zakonom o deviznom poslovanju iz 2002. godine uvedena mogućnost plaćanja u devizama i vezivanje dinarskih transakcija za valutnu klauzulu.¹⁶⁰

Uticao globalnog tržišta kapitala na kretanje deviznog kursa dinara imalo je velikog značaja i na domaće tržište kapitala. U uslovima kada je došlo do jačanja dolara, zaduživanje Srbije u toj valuti počelo je dodatno da raste u evrima, opterećujući još više srpski budžet zbog evroizacije naše privrede.

Prilivi deviza po osnovu transakcija vezanih za tržište kapitala sigurno su dodatno uticali na jačanje dinara u periodu od posljednjih petnaest godina. Direktne strane investicije bile su glavni faktor uticaja na stvaranje jakog dinara, što je kasnije postala i politička mantra, iako politička elita sigurno razume da je to na dugi rok veoma negativno za srpsku privredu.

Kada se pogleda kretanje dvije najjače svjetske valute, američkog dolara i evra, vidi se da postoje promjene u trendovima kretanja kurseva zavisno od ekonomskih potreba i ciljeva monetarne politike koji se žele ostvariti (Grafikon 2.6). Kod nas je jedan od ključnih ciljeva stabilnost kursa, čime se gubi značajan instrument vođenja monetarne politike, a čitav taj transmisioni kanal svodi se na obezbeđenje stabilnosti kursa dinara.

¹⁶⁰ Narodna banka Srbije (15. februar 2016). www.nbs.rs.



Grafikon 2.6. Kretanje američkog dolara u odnosu na evro (2006-2016)

Izvor: *Indexmundi* (2016). www.indexmundi.com

Kamatne stope su veoma bitan transmisioni kanal između globalnog i lokalnog tržišta kapitala. Promjene visine kamatnih stopa u razvijenim zemljama svijeta, kao što su Londonska međubankarska kamatna stopa na kratkoročne pozajmice (engl. *London Interbank Offered Rate – LIBOR*). Evropska međubankarska kamatna stopa na kratkoročne pozajmice (engl. *Evrao Interbank Offered Rate – EVRAIBOR*) ili kamatna stope američkih Federalnih rezervi (engl. *Federal Fund Rate – FED Fund Rate*) imaju uticaj na visinu kamatnih stopa kako kod Narodne banke Srbije, tako i kod lokalnih banaka. U zavisnosti od kretanja kamatnih stopa u svijetu, Narodna banka Srbije, zajedno sa ostalim kriterijumima (visina tražnje za hartijama Narodne banke Srbije, visine kamatnih stopa kod prošlih emisija, visina emisije blagajničkih zapisa Narodne banke Srbije, itd.) određuje visinu referentne kamatne stope. Promjene kamatnih stopa Narodne banke Srbije imaju uticaj na visinu pasivnih i aktivnih kamatnih stopa kod banaka u Srbiji, koje se prilagođavaju trendu koji diktira Narodna banke Srbije.

Visina kamatnih stopa na blagajničke zapise Narodne banke Srbije, emitovanih u dinarima i evrima, predstavlja glavni faktor za investiranje velikih stranih banaka (registrovanih u Srbiji i inostranstvu). Od visine pasivnih bankarskih kamatnih stopa zavisi i količina novca na tržištu kapitala koji je spreman za rizičnije investicije, pošto niža kamatna stopa “stimuliše” investitore da potraže investicije sa potencijalno većim prinosom, kako bi se zaštitili od inflatornih očekivanja i rasta cijena. Niže kratkoročne kamatne stope utiču na smanjenje i dugoročnih kamatnih stopa, niže stope povoljno utiču na povećanje potrošnje, kao i na povećanje investicija, i politika kamatnih stopa predstavlja značajan instrument monetarne politike u svijetu (Tabela 2.14).

Tabela 2.14. Visina kamatnih stopa u svijetu (mart 2016)

Ime nacionalne banke	Visina referentne kamatne stope, %
Federalne rezerve SAD	0,50
Švajcarska nacionalna banka	-0,75
Evropska centralna banka	0,00
Japanska banka	-0,10
Engleska banka	0,50
Brazilska centralna banka	14,25
Narodna banka Kine	4,35
Ruska centralna banka	11,00
Južnoafričke rezerve	6,75
Nacionalna banka Rumunije	1,75
Nacionalna banka Mađarske	1,20
Narodna banka Srbije	4,25

Izvor: *FX Street* (10. mart 2016). www.fxstreet.com.

Lokalne banke čiji su vlasnici strane banke imaju velike količine jeftinog finansiranja, koje oni i koriste da bi finansirali najbolja srpska preduzeća oko kojih se banke bukvalno otimaju (kamatne stope na dugoročne kredite iznose i do 1,9%). Inostrane banke u Srbiji, iako osnovane kao posebna pravna lica, u velikoj mjeri zavise od poslovanja svojih

centrala. Banke u Srbiji imaju veoma stroge uslove i standarde poslovanja i zato u vremenu velike finansijske krize nijedna banka sa stranim vlasništvom nije propala ili otišla u stečaj.

Takođe, inostrane banke su i kupci državnih hartija od vrijednosti, prije svega obveznica stare devizne štednje (u manjoj mjeri) i blagajničkih zapisa Narodne banke Srbije, čime i one doprinose većoj tražnji i smanjivanju kamatnih stopa na te hartije.

3. Uzroci i manifestacije svjetskih finansijskih kriza

3.1. Finansijska kriza – pojam i vrste

Finansijske krize mogu pogoditi bilo koju zemlju i mogu ih izazvati poremećaji u javnom ili privatnom sektoru. Mogu biti različitog oblika i intenziteta i postoji velika opasnost da se prošire preko granica jedne zemlje. Njihova pojava zahtjeva oštru i pravovremenu reakciju monetarnih vlasti, kao i drastične promjene u finansijskom sektoru i fiskalnoj politici. Iako se već vijekovima događaju i postoje jasni signali koji mogu da ih najave, i dalje se dešavaju širom svijeta.

Finansijska kriza predstavlja poremećaj na finansijskim tržištima kada negativna kreditna selekcija i moralni hazard postanu toliko izraženi da finansijska tržišta više nisu u stanju da efikasno usmjeravaju investicije ka onima koji imaju najproduktivnije investicione projekte. Kao rezultat toga, Miškin (*Mishkin, 1991*) ističe da finansijska kriza može da dovede jednu ekonomiju van stanja ravnoteže i tada vrijednosti finansijskih instrumenata počinju drastično da padaju.¹⁶¹ Prema Todev i drugi (*Todev et all, 2013*), finansijska kriza se definiše i kao stanje u jednoj privredi, kada poremećaji u njenom funkcionisanju dovedu do toga da je pristup stanovništva i privrede kreditima veoma ograničen i kada se realni sektor nalazi u stanju recesije.¹⁶² Prema autoru Džiklingu (*Jickling, 2008*), finansijska kriza predstavlja poremećaj u finansijskom sektoru kada je priliv kreditiranja domaćinstava i preduzeća ograničen i kada su realan sektor proizvodnje i sektor usluga drastično pogođeni ovim negativnim ambijentom.¹⁶³ Za krize je karakteristično da nastaju poslije perioda velikog rasta i buma u ekonomiji, kada se formira stanje koje je 1996. godine tadašnji predsjednik američkih Federalnih rezervi Alan Greenspan nazvao “iracionalnom euforijom”. Prema Grinspenu (*Greenspan, 1996*), stanje u kojem postoji nizak nivo inflacije duži niz godina dovodi do rasta pokazatelja odnosa berzanskih cijena i zarada kompanija (engl.

¹⁶¹ Mishkin, S. F. (1991). *Anatomy of Financial Crisis*, NBER Working Paper No. 3934, str. 4.

¹⁶² Todev, T., Brazda, J. & Laurinkari J. (2013). *Vor and nach der Banken- und Finanzkrise*, Europaischer Hochschulverlag GmbH & Co, Bremen, Deutschland, str. 34.

¹⁶³ Jickling, M. (2008). *Averting Financial Crisis*, Congressional Research Center, RL 34412, str. 2.

Price/Earning Ratio), što je karakteristično za stanje kada postoji velika tražnja za akcijama i kada investitori kupuju po mnogo većim cijenama nego što je uobičajeno. Ključno pitanje je šta se dešava kada to stanje iracionalne euforije podigne do krajnjih granica vrijednost imovine jer se tada javlja povećani rizik od drastičnog pada vrijednosti akcija i pojavljivanja krize u svim sektorima.¹⁶⁴

Pod balonom u finansijskom smislu smatra se stanje u kojem je cijena neke imovine drastično porasla i imovina je poslije toga doživjela značajnu korekciju cijena. Kao period trajanja balona uzima se period vremena koji je protekao od utvrđenog minimuma cijene akcija (najniža cijena od koje se promijenio trend i započeo rast) do maksimalne cijene od koje je započeo drastičan pad cijena.¹⁶⁵ Autori Flad i Hodrick (*Flood & Hodrick*, 1990) predstavljaju balone na finansijskom tržištu kao “samoispunjujuće proročanstvo“ tržišnih učesnika i nazivaju ih i “sunčevim pjegama“, da bi objasnili da oni predstavljaju aktivnosti koje ne pripadaju normalnom stanju finansijskog tržišta.¹⁶⁶ Prema Marinković (2011), porijeklo balona ili mjehura ne može se posmatrati isključivo kao spoljni faktor koji nije vezan za tržišne mehanizme. Racionalni špekulativni baloni nastaju kao posljedice neizvjesnosti visine buduće cijene određene aktive, koja je izazvana ograničenim vremenskim horizontom kojim raspolažu investitori i koji su spremni da određenu imovinu plate iznad njene tržišne cijene samo ako smatraju da će tu imovinu u budućnosti moći da prodaju investitorima sa istim očekivanjima, po višim cijenama. Kod stohastičkih tumačenja finansijskih balona rizik od njegovog pucanja već je uračunat u cijenu imovine i investitori očekuju dodatni prinos na osnovu tog rizika.¹⁶⁷

Najraniji poznati primjer formiranja i pucanja balona cijene neke imovine jeste slučaj poznat pod nazivom “tulipanska manija“ (engl. *Tulipmania*). Istorija tulipanske manije

¹⁶⁴ Greenspan, A. (1996). *The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*, The Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C.

¹⁶⁵ Sornette, D. (2003). *Why Stock Market Crash: Critical Events in Complex Financial System*, Princeton University Press, Princeton, str. 286.

¹⁶⁶ Flood, R. P. & Hodrick, R. J. (1990). On Testing for Speculative Bubbles, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 4, Number 2, str. 85.

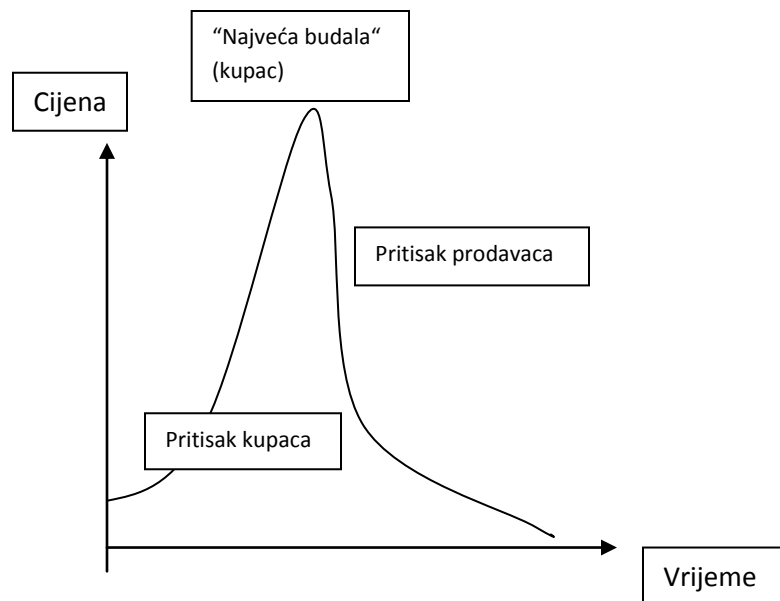
¹⁶⁷ Marinković, S. (2011). *Mikrostruktura finansijskih tržišta*, Ekonomski fakultet, Niš, str. 270.

počinje 1559. godine kada je prvi cvijet tulipana donesen iz Konstantinopolja u Holandiju i Njemačku, gdje je njegovo posjedovanje veoma brzo postalo statusni simbol zbog njegove ljepote i činjenice da ga je bilo veoma teško nabaviti. Prvi kupci bili su ljudi kojima su se tulipani zaista sviđali, da bi se ubrzo pojavili kupci koji su ovaj cvijet posmatrali samo kao dobru investiciju. Tokom decenija potražnja za njima se nije smanjivala i 1635. godine sa cvjetovima tulipana trgovalo se na Amsterdamskoj berzi akcija, a cijena jednog cvijeta iznosila je današnjih 25.000,00 evra. Međutim, naredne 1636. godine pojedini prodavci su počeli da prodaju svoje zalihe tulipana, cijena je počela da pada, nestalo je povjerenje u ovu investiciju, panika se proširila tržištem i kolaps je postao neminovan. Cijena je nastavila da pada iako su veliki trgovci pokušali da intervenišu na tržištu i stabilizuju cijene, da bi u novembru 1636. godine cijena dostigla nivo koji je niži od današnje cijene tulipana.¹⁶⁸ Ovaj primjer, iako od prije pola milenijuma, ima sve karakteristike balona koji se na sličan način ponavlja kroz vijekove i koji se najviše vezuje za tržište akcija.

Prema Kejnusu (*Keynes*, 1936), ponašanje većine investitora prilikom investiranja u akcije, odnosno odluka o kupovini akcija, ne zasniva se na fundamentalnoj analizi i procjeni unutrašnje vrijednosti te akcije već na predviđanju koju su cijenu za tu akciju spremni da plate drugi investitori. Investitori predviđaju da će cijena neke akcije rasti zato što će i drugi investitori htjeti da je kupe, što dovodi do povećanja tražnje i rasta cijene. Dok god investitori misle da postoji neko drugi ko je spreman da kupi tu akciju, oni nastavljaju da investiraju u tu hartiju. To traje do momenta kada cijene postanu nerealno visoke i, kada investitori to shvate, počinje pucanje balona i sunovrat cijene. Kupca koji kupuje akcije na njenoj najvišoj vrijednosti, Kejnus je prilično eksplicitno nazvao “najvećom budalom“ (Grafikon 3.1).¹⁶⁹

¹⁶⁸ Barnes, P. (2009). *Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse*, Routledge, New York, str. 65.

¹⁶⁹ Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, str. 156.



Grafikon 3.1. Prikaz Kejnsove teorije "Najveća budala"

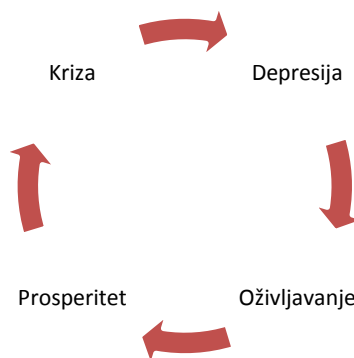
Izvor: Barnes P. (2009). *Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse*, Routledge, New York, str. 67

Prema Garberu (Garber, 2001), u fazi velikog investicionog buma praćenog jeftinim i dostupnim kreditima, prateći efekat stanja euforije je i veliki rast cijena aktive (nekretnine i finansijska aktiva). Velika količina novca koji je postao dostupan različitim grupama klijenata, uključujući i one najsiromašnije kategorije stanovništva, povećava tražnju za aktivom, što uz konstantan nivo ponude dovodi do brzog i drastičnog rasta cijena i formiranja balona (engl. *Bubble*). Balon na finansijskim tržištima definiše se kao ogroman rast cijena aktive bez ikakvog pokrića u fundamentima te aktive. Njegovo izvorište je na presjeku između finansija, ekonomije i psihologije.¹⁷⁰

Miškin i Ikins (Mishkin & Eakins, 2000) privredne cikluse predstavljaju kao konstantno kruženje jedne privrede kroz stanja prosperiteta – krize – depresije – oživljavanja (Slika 3.1). Prelazak iz jedne faze u drugu dešava se kad se privredni trendovi intenziviraju i kada, u fazi prosperiteta, investiranje postane manje oprezno i višak likvidnosti počinje da

¹⁷⁰ Garber, N. P. (2001). *Famous First Bubbles – The Fundamentals of Early Mania*, The MIT Press, Cambridge, str. 4.

finansira sve rizičnije investicije. U fazi vrhunca, kada se evaluacije imovine podignu do svojih gornjih granica, slijedi faza otrežnjenja praćena kolapsom cijena, serijom bankrotstava i visokim stopama gubitaka. Poslije te faze slijedi spori oporavak praćen smanjenim investiranjem, niskim stopama rasta i rastom nezaposlenosti, da bi ponovo uslijedio rast i napredak.



Slika 3.1. Faze ciklusa krize

Izvor: Mishkin F. S. & Eakins S. G. (2000). *Financial Markets and Institutions*, Addison-Wesley, Reading, str. 409-418

Među uzrocima koji dovode do pojave finansijske krize prema Miškin i Ikins (*Mishkin & Eakins*, 2000) izdvajaju se rast visine kamatnih stopa, porast nesigurnosti (koji dovodi do smanjenja kreditnih i investicionih aktivnosti), negativan uticaj pada cijena na tržištu kapitala na poslovanje kompanija, kao i panika u bankarskom sektoru.¹⁷¹

Hipotezu od finansijskoj nestabilnosti prvi je iznio u javnost ekonomista Hajman Minski (engl. *Hyman Minsky*), koji je povezo osjetljivost finansijskog tržišta sa špekulativnim investicionim ponašanjem. Osnovna ideja ove teorije je da unutrašnja dinamika kapitalističkih privreda u uslovima izraženih stopa rasta ekonomije dovodi do razvoja finansijskih struktura koje su pogodne za kolaps na dužničkom tržištu, pada vrijednosti imovine i vodi ka dugotrajnoj depresiji. Kao učesnika koji aktivno potpomažu kolapsu

¹⁷¹ Mishkin, F. S. & Eakins, S. G. (2000). *Financial Markets and Institutions*, Addison-Wesley, Reading, str. 409-418.

dužničkog tržišta Minski izdvaja sledeće kategorije: sigurne dužnike, koji mogu da pokriju sve svoje obaveze iz tekućih priliva, zatim špekulativne dužnike, koji su se zadužili da bi zaradili na razlici između kamatne stope na dug i prinosa od investicije finansirane tim kreditom, kao i “ponzi“ dužnike, koji nemaju nijedan drugi način da vrate dug osim kroz imovinu u koju su investirali. Što duže traje period stabilnosti i rast ekonomije, pojavljuje se sve više ponzi dužnika kojima investitori žele da povjere svoj kapital, stvarajući tako preduslove za kolaps u trenucima gubitka povjerenja i pucanja balona.¹⁷²

Ovaj model dalje je razradio ekonomista Čarls Kindleberger (engl. *Charles Kindleberger*) i predstavio kroz Kindleberger-Minski teoriju (engl. *Kindleberger-Minsky Theory*), u kojoj se krizni ciklus sastoji od sledećih faza (Slika 3.2):

- iskorak (engl. *displacement*) – ova faza nastaje kada investitori postanu uzbuđeni zbog neke društvene promjene, poput pojave rata, inovacije, interneta ili promjene u ekonomskoj politici (promjene kamatnih stopa, deviznog kursa);
- rast (engl. *boom*) – nastavlja se na prvu fazu, kada se kroz povećanu likvidnost putem monetarne ekspanzije ili rasta povoljnih bankarskih kredita bilježi rast u investicijama i potrošnji;
- euforija (engl. *euphoria*) – naredna faza u kojoj ulaganja postaju sve rizičnija i veća;
- uzimanje profita (engl. *profit taking*) – u ovoj fazi manji broj investitora naslućuje šta se sprema i počinje da unovčava svoje pozicije, što dovodi do korekcije cijena imovine;
- panika (engl. *panic*) – kada vrijednost imovine počinje drastično da pada u kratkom roku, a javljaju se i problemi kod izmirenja obaveza i povlačenja depozita.

¹⁷² Knell, M. (2012). *Schumpeter, Minsky, and financial instability hypothesis*, str. 3-4, www.aomevents.com.



Slika 3.2. Faze finansijske krize

Izvor: Gemici K. (2013). *Social origins of financial crisis, in: A Tale of Two Crisis: A multidisciplinary analyses*, Kallidaikurichi S. E. (ed), Routledge, Abingdon, USA, str. 26

Tokom perioda euforije stalno rastući broj investitora počinje da investira tražeći visoke stope prinosa u kratkom roku, kroz investiranje u nekretnine ili akcije sa agresivnim kretanjem cijena, radije nego što žele investicije koje imaju sporiju oplodnju njihovog kapitala. Kindleberger i Aliber (*Kindleberger & Aliber, 2005*) navode i primjer koji je karakterističan i za srpsko tržište nekretnina, kada investitori kupuju stambene objekte dok se nalaze u fazi izgradnje, računajući da će moći da ostvare značajan profit kada budu prodavali izgrađeni objekat.¹⁷³ Početak krize mogu da pokrenu razne okolnosti – promjena u državnoj politici, problemi u kompanijama za koje se smatralo da su stabilne, spoljni uticaji, kada određeni broj investitora koji su kreditirali svoje investicije počne da hvata panika i kada oni, da bi izmirili obaveze koje imaju, počinju da prodaju svoje investicije, često ispod tržišne cijene. Isti autori porede stanje pred početak krize sa biciklistom koji sve brže mora da okreće pedale kako ne bi izgubio balans jer nema mogućnosti da stane ili uspori, pošto će da padne u tim slučajevima. U uslovima finansijske krize nema usporavanja, pad vrijednosti imovine drastičan je i veoma brz. Korekcija cijene vodi do straha i panike da će se taj trend nastaviti i to dovodi do narednog kruga obaranja cijene imovine, dok ne izgube 30-40% od svoje vrijednosti.¹⁷⁴

¹⁷³ Kindleberger, C. P. & Aliber, R. Z. (2005). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*, John Wiley and Sons, Hoboken, New Jersey, str. 11.

¹⁷⁴ Kindleberger, C. P. & Aliber, R. Z. (2005). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*, John Wiley and Sons, Hoboken, New Jersey, str. 11-12.

Da bi se neki poremećaj u ekonomiji jedne zemlje nazvao finansijskom krizom, prema Klesens i Koze (*Claessens & Kose*, 2013)¹⁷⁵ on mora da ima sledeće karakteristike:

- značajne promjene u obimu kreditiranja i cijeni kapitala,
- problemi u pribavljanju eksternog finansiranja,
- veliki bilansni problemi kod kompanija, finansijskog sektora i domaćinstava,
- pomoć države u rješavanju problema likvidnosti i dokapitalizacija.

Finansijskoj krizi najčešće prethodi period kreditnog i investicionog buma, koji se kad dostigne svoje limite pretvori u kolaps. Pobornici Austrijske teorije poslovnih krugova smatraju da su jedni od ključnih uzroka pojave finansijskih kriza u razvijenim zemljama postojanje niskih kamatnih stopa na kredite stanovništvu i preduzećima u dužem vremenskom periodu i relaksiranje kreditnih uslova od strane banaka ka istim kategorijama. Niske kamatne stope privlače dužnike da se zaduže za velike iznose kredita i uđu u rizičnije poslovne poduhvate. U trenutku kada banke postanu svjesne da su ti krediti dostigli previsok nivo ukupnog zaduženja, započinje kriza.¹⁷⁶ Iracionalno blagostanje, euforija u kojoj se nalaze investiciona javnost, mediji, država, suočeno je sa surovim otrežnjenjem u kojem nema mjesta za čekanje već, poput brodolomnika sa Titanika, svako pokušava da nađe mjesto na čamcu za spasavanje, ali iz takvih kriza rijetko ko može da izađe bez posljedica.

Pokazatelji koji mogu da se koriste kao indikatori da se jedna zemlja nalazi u stanju sistemske i finansijske krize jesu:

- ukupan udio nenaplaćenih bankarskih kredita (engl. *Non-Performing Loans*) u odnosu na ukupnu bankarsku aktivu veći je od 10%;
- troškovi spasavanja kompanija i banaka (engl. *Bailout*) od strane države prelaze 2% bruto društvenog proizvoda zemlje;

¹⁷⁵ Claessens, S. & Kose, M. A. (2013). *Financial Crisis: Explanations, Types, and Implications*, IMF Working Paper, WP/13/28, str 5.

¹⁷⁶ Rodriguez, A., Turmo, J. & Vara, O. (2014). *Financial Crisis and the Failure of Economic Theory*, Routledge Taylor and Francis Group, London, str. 20.

- nacionalizacija banaka, odnosno zatvaranje banaka koje traži hitnu državnu intervenciju, pošto je ukupan bankarski kapital je potrošen.¹⁷⁷

Prema Čeketi i dr. (Cecchetti et all, 2009)¹⁷⁸ postoji više kanala kojima se finansijska kriza preliva u realni sektor (Tabela 3.1).

Tabela 3.1. Transmisioni kanali krize i mehanizmi kojima ona utiče na finansijski i realni sektor

Kanal	Mehanizam
Troškovi kreditiranja	Rast kamatnih stopa, rast kreditnih marži i smanjenje cijena akcija povećava troškove finansiranja i smanjuje investicije
Dostupnost kreditnih sredstava	Rizični finansijski uslovi utiču na smanjenje kreditnih aktivnosti banaka i drugih finansijskih institucija
Odbojnost ka rizičnim investicijama	Veća kontrola rizičnih plasmana povećava maržu na ime premije za rizik i dovodi do forsiranja manjeg broja kvalitetnih dužnika
Smanjenje vrijednosti kompanija	Niže cijene akcija i nekretnina smanjuju vrijednosti kompanija, što dalje povećava rizik od moralnog hazarda
Smanjenje ličnog bogatstva domaćinstava i pojedinaca	Niže cijene akcija i nekretnina smanjuju vrijednost ličnog bogatstva i imovine pojedinaca i ujedno smanjuju njihov kreditni rejting, što zaduživanje čini skupljim
Devizni kurs	Kupovina "bezbednih" (engl. <i>safe heaven</i>) valuta, dovodi do odliva kapitala, što dalje utiče na pad deviznog kursa i povećava deficit
Povjerenje	Pad povjerenja investitora i potrošača dovodi do smanjenja njihovih aktivnosti

Izvor: Cecchetti, S. G., Kohler, M. & Upper, C. (2009). *Financial Crisis and Economic Activity*, <http://www.bis.org/publ/othp05.pdf>, str. 5/37.

¹⁷⁷ Saleh, N. (2010). *An Anatomy of the Financial Crisis – Blowing Tumbleweed*, Anthem Press, London, str. 62.

¹⁷⁸ Cecchetti, S. G., Kohler, M. & Upper, C. (2009). *Financial Crisis and Economic Activity*, <http://www.bis.org/publ/othp05.pdf>, str. 5/37.

Rajnhart i Rogof (*Reinhart & Rogoff, 2009*)¹⁷⁹ razlikuju dva tipa finansijskih kriza:

- finansijske krize koje se mogu objasniti kvantitativnim metodama (kriza izazvana promjenama deviznog kursa i kriza izazvana promjenama u deficitu platnog bilansa),
- finansijske krize koje se objašnjavaju kvalitativnim metodama i putem rasuđivanja (dužnička kriza i bankarska kriza).

Devizna kriza se, prema Klesens i Koze (*Claessens & Kose, 2013*), može izazvati na više načina:

- špekulativnim napadom na devizni kurs valute koja je vještački održava na jakom nivou od strane centralne banke, povećavajući tako deficit platnog bilansa koji je finansiran iz rezervi centralne banke. Investitori kupuju domaću valutu u dužem vremenskom periodu na niskom nivou, zarađujući na visokim kamatnim prinosima ili prinosima od trgovine drugim hartijama od vrijednosti. Kada ovi investitori osjete da je došlo do granice kontrolisanja fiksnog deviznog kursa i da ne može još dugo da se održi, oni masovno počinju da kupuju stranu valutu, prisiljavajući centralnu banku da održava stabilni kurs što duže može. Kada se dostigne krajnja granica, dolazi do pucanja i kriza eskalira;
- strahom i bojaznošću investitora da drugi investitori mogu da krenu u obaranje kursa domaće valute. Obično je okidač odluka monetarnih vlasti, koja može biti i potpuno logična i opravdana, ali koja pokrene lavinu koja onda pokreće isti redosljed poteza kao u prethodnom primjeru;
- postojanje ranjivosti u korporativnom i bankarskom sektoru, kada se kao posljedica pogrešnih kreditnih plasmana putem devalvacije lokalne valute pokušavaju nadomjestiti poslovni promašaji.¹⁸⁰

¹⁷⁹ Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2009). *The Aftermath of Financial Crisis*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 14656, Cambridge, str. 2-3.

¹⁸⁰ Claessens, S. & Kose, M. A. (2013). *Financial Crisis: Explanations, Types, and Implications*, IMF Working Paper, WP/13/28, str 12.

Krize izazvane deficitom u platnom bilansu (engl. *Sudden Stops*) najčešće se pojavljuju u manje razvijenim zemljama sa velikom zaduženošću prema inostranstvu i slabom domaćom proizvodnom bazom. Promjene u visini kamatnih stopa na međunarodnom tržištu, praćene povećanjem lokalnih kamatnih stopa i poteškoćama u izmirivanju obaveza prema inostranim povjeriocima, dovode do problema u plasiranju novih i poteškoća u vraćanju starih kredita, čime se usporava rast proizvodnje.¹⁸¹

Dužničke krize mogu biti izazvane unutrašnjim i spoljnim dugom. Nastaju u situaciji kada jedna država ne može više da izmiruje svoje obaveze prema povjeriocima, u krajnjim slučajevima čak ni iznose kamate. Veoma često je iza ovakvih kriza i politička odluka, u prvoj fazi kada se jednoj zemlji odobravaju visoki kreditni iznosi iako se pretpostavlja da mogu da postoje potencijalni problemi kod otplate kredita, a u drugoj fazi kada dolazi do poremećaja u otplati obaveza i kada se naplata dugova koristi i za politički pritisak i razne ustupke (primjer Grčke iz 2010. godine).

Finansijske krize koje su izazvale banke predstavljaju veoma aktuelnu temu zbog posljednje globalne finansijske krize iz 2007. godine. U samoj poslovnoj suštini banaka je veliki rizik vezan za plasman sredstava (usklađivanje ročnosti i likvidnosti u svom poslovanju), koji u uslovima privrednog i investicionog buma i jeftinog novca lako može da pređe granicu s koje nema povratka. Veliku ulogu ima regulativa banaka i aktivnosti nadležnih međunarodnih i lokalnih institucija koje treba da prate signale sa makroekonomskog i mikroekonomskog područja i da reaguju u okolnosti koje mogu da dovedu do problematičnog stanja u ekonomiji.

Problem koji može da zadesi jednu banku, da investitori ili štediše zbog različitih razloga krenu da povlače depozite i štednju, lako može da se proširi na cijeli finansijski sistem i pretvori u stampedo. Najčešći uzrok za ovakvo stanje je kada banka ima problem sa ročnom usklađenošću svoje aktive i pasive – zadužuje se na kratak rok, a sredstva plasira na

¹⁸¹ Claessens, S. & Kose, M. A. (2013). *Financial Crisis: Explanations, Types, and Implications*, IMF Working Paper, WP/13/28, str 16.

dugi rok. Pored toga, uzroci bankarske krize mogu da se traže i u segmentu imovine, kada na bazi jeftinih kredita usljed velike štednje počinje masovno investiranje u nekretnine za domaćinstvo i kompanije, gdje u slučaju problema banke postaju nedovoljno dokapitalizovane i jedini spas im je državna intervencija.

Ključnu ulogu u sprečavanju ovog tipa krize imaju nadležne institucije koje vode računa o usklađenosti poslovanja banaka s međunarodnim i domaćim bankarskim standardima, poput Banke za međunarodno poravnanje. Bazel III predstavlja set reformskih mjera koje je donijela Banka za međunarodno poravnanje, kojima se definiše kontrola, supervizija i upravljanje rizicima u bankarskom sektoru. Namjera ove regulative je da:

- poveća sposobnost bankarskog sektora da riješi probleme koje mogu da izazovu finansijski i ekonomski udari, bez obzira na to koji je uzrok tih problema,
- poveća kvalitet upravljanja rizicima i korporativno upravljanje,
- poveća transparentnost u poslovanju banaka.

Ove reforme koje predlaže Banka za međunarodna poravnanja usmjerene su na dva nivoa:

- bankarski nivo ili mikroregulacija, čija je svrha da poveća otpornost banaka u vrijeme kriznih perioda.
- makroregulacija, kada se rizici proširuju na cijeli bankarski sektor i kada postoji mogućnost njihovog umnožavanja tokom perioda.¹⁸²

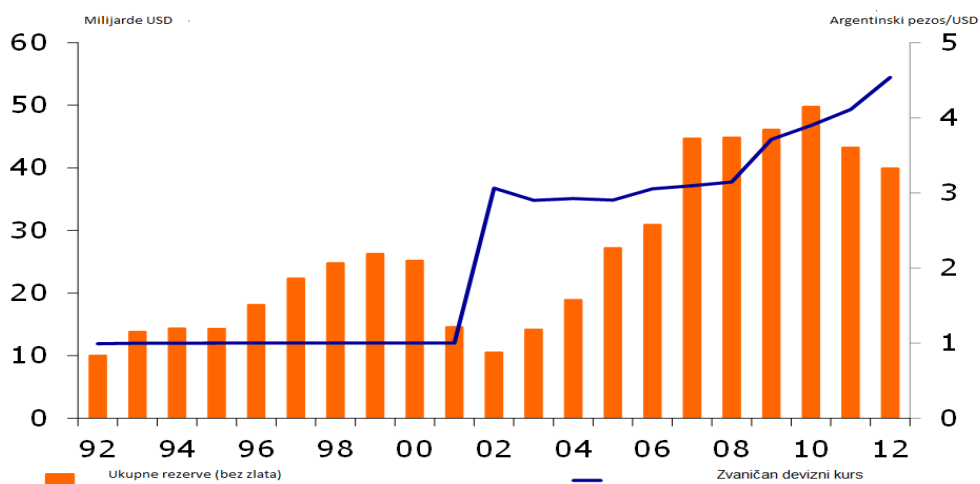
Oba nivoa ove regulacije međusobno se dopunjuju i zasnivaju se na principu da problem treba rješavati na mikronivou kako bi se smanjio rizik za cijelu ekonomiju.

Pored ovih tipova krize, Tomas (*Thomas*, 2011) ističe i hiperinflaciju kao poseban tip finansijske krize i definiše je kao suptilniji način bankrotstva. Ona je karakteristična za manje razvijene zemlje i zemlje u razvoju, sa slabo razvijenim poreskim i finansijskim sistemom i izraženom korupcijom. U ovakvim uslovima, kada je nivo štednje veoma mali,

¹⁸² Bank for International Settlement (10. mart 2016). *International regulatory framework for banks (Basel III)*. www.bis.org.

država se okreće centralnoj banci za pozajmice ili jednostavno štampa potrebne količine novca za funkcionisanje sistema. Iza ove tačke najčešće nema povratka i hiperinflacija se okončava devalvacijom lokalne valute, uvođenjem fiksnog deviznog kursa ili nove valute, sve to praćeno čvrstom monetarnom i fiskalnom politikom.¹⁸³

Ponekad se jedna vrsta uzroka finansijske krize pojavljuje izolovano, ali najčešće se javlja više manifestacija različitih kriza istovremeno. Poznat je primjer Argentine, koja je istovremeno imala svih pet oblika finansijske krize tokom 2002. godine.¹⁸⁴ Na Grafikonu 3.2. može se videti kretanje ukupnih deviznih rezervi i zvaničnog kursa lokalne valute prema američkom dolaru tokom krize.



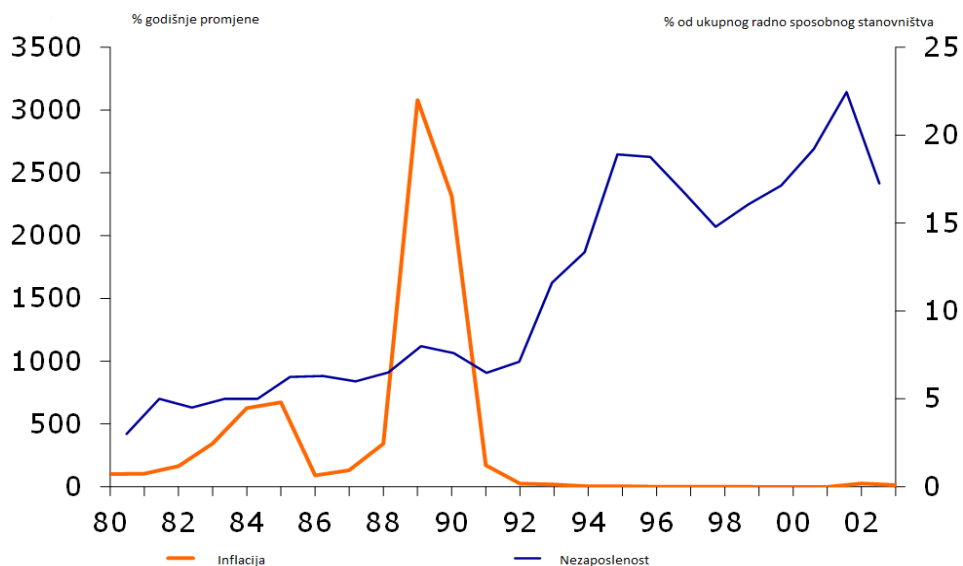
Grafikon 3.2. Kretanje nivoa ukupnih rezervi i deviznog kursa argentinskog pezosa prema američkom dolaru, Argentina 1992-2012. godina

Izvor: Rabobank (2013). www.economics.rabobank.com

Na Grafikonu 3.3. prikazano je kretanje stope nezaposlenosti i stope inflacije u Argentini u periodu od 1980. do 2002. godine.

¹⁸³ Thomas B. L. (2011). *The Financial Crisis and Federal Reserve Policy*, Palgrave Macmillan, New York,

¹⁸⁴ Saxton, J. (2003). *Argentina Economic Crisis: Causes And Cures*, Joint Economic Comitee, United States Congress, USA.

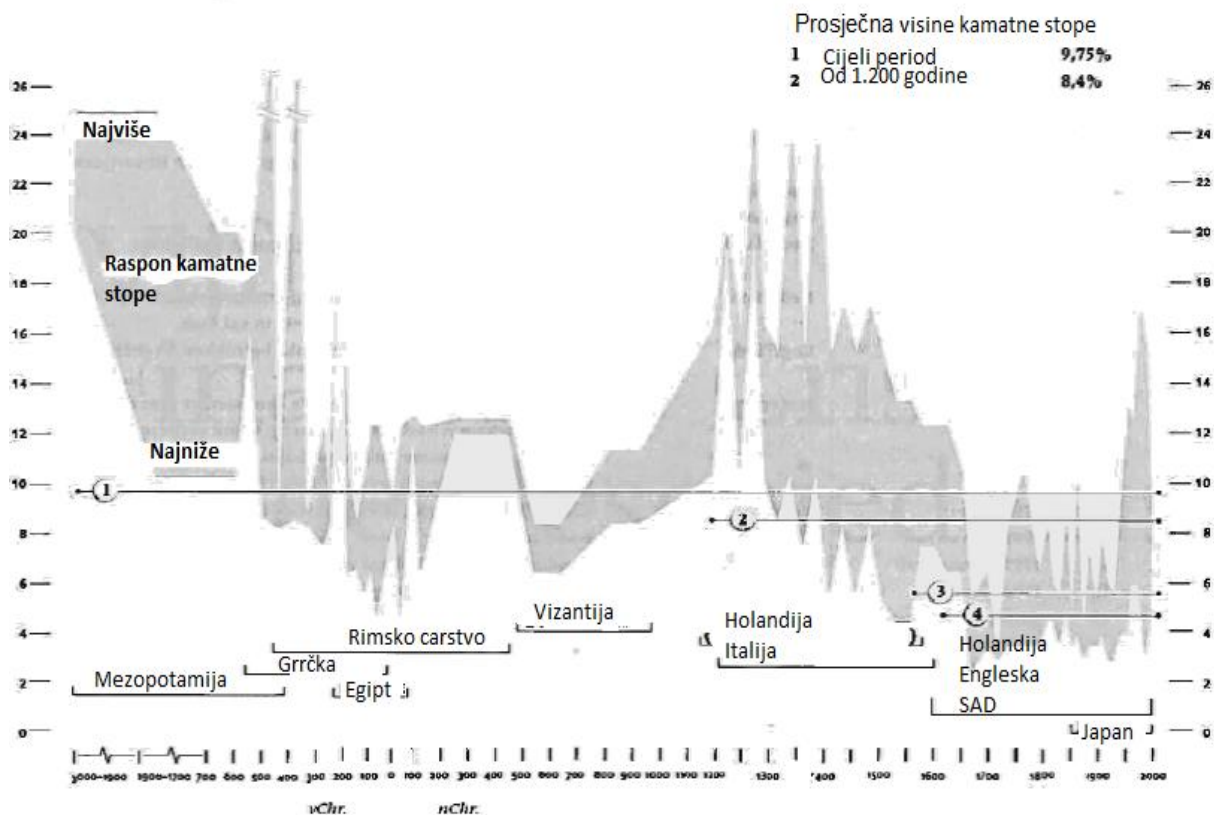


Grafikon 3.3. Kretanje stope inflacije i nezaposlenosti, Argentina 1980-2002. godine

Izvor: Rabobank (2013). www.economics.rabobank.com

3.2 Istorijski prikaz uzroka i posljedica finansijskih kriza

Od 5.000 godina prije Nove ere, i od kada je izmišljena trgovina, postoji i davanje pozajmica. Odobravanje da neko plati svoj dug na neki rok ili pozajmljivanje robe ili novca uključivalo je i nadoknadu za korišćenje tuđe imovine – kamatu čija se visina mijenjala kroz istoriju, ali se opet može utvrditi njen prosječni nivo, koji u posljednjih pet hiljada godina iznosi u prosjeku 9,75%, dok je u periodu koji obuhvata posljednjih 800 godina ona nešto niža i iznosi u prosjeku 8,4% (Slika 3.3).



Slika 3.3. Istorijski prikaz visine kamatne stope na kredite od 3.000 godine p.n.e do danas

Izvor: KBC bank (2014). www.kbceconomics.be

Skoro sve zemlje u svijetu su u nekom trenutku svoje istorije doživjeli finansijsku krizu (neke i više puta), najčešće nakon faza ubrzanog ekonomskog razvoja. Najranije registrovani slučajevi bankrotstva država potiču još iz XIV vijeka, a dugi niz vijekova bili su vezani za finansiranje ratnih pohoda ili plaćanje ratnih odšteta (Tabela 3.2).

Tabela 3.2. Najraniji slučajevi bankrotstva izazvanog spoljnim zaduživanjem u Evropi
(1300-1799)

Država	Godina bankrotstva	Ukupan broj bankrotstava
Austrija	1796.	1
Engleska	1340, 1472.	2
Francuska	1558, 1624, 1648, 1661, 1701, 1715, 1770, 1788.	8
Njemačka (Pruska)	1683.	1
Portugal	1560.	1
Španija	1557, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647.	6

Izvor: Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2008). *This Time Is Different: A Panoramic View Of Eight Centuries Of Financial Crisis*, Working Paper 13882, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, str. 20.

Interesantno je ponašanje francuskih kraljeva koji su za vrijeme mnogobrojnih bankrotstava svoje države imali običaj da rješavaju svoja dugovanja prema domaćim zajmodavcima na taj način što su ih – ubijali.¹⁸⁵ U jednom periodu vladavine kralja Luja XVI više od 50% državnih prihoda išlo je samo na plaćanje kamata na dugove.¹⁸⁶ Poslije serije bankrotstava koje je Francuska doživjela, poslije Francuske buržoaske revolucije, ova zemlja nije doživjela takvo stanje.

Jedan od prvih primjera globalnog širenja finansijske krize predstavlja kolaps njemačkog i austrijskog tržišta kapitala iz 1873. godine. Francusko plaćanje ratne odštete Pruskoj 1871. godine dovelo je do špekulativnog kretanja cijena akcija u ove dvije zemlje, što je dodatno podstaknuto svjetskom recesijom 1873-1879. godine. Smanjenje izvoza i prihoda od poreza dovelo je do problema u velikom broju zemalja, uključujući i Sjedinjene Američke Države,

¹⁸⁵ Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2008). *This Time Is Different: A Panoramic View Of Eight Centuries Of Financial Crisis*, Working Paper 13882, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, str. 21.

¹⁸⁶ *Economic Crisis during the French Revolution*, str. 2, www.indiana.edu.

dok je više manjih zemalja Latinske Amerika bankrotiralo, što je dovelo do pada cijena obveznica. Na kraju, kriza je zahvatila i Italiju, Belgiju, Holandiju, Englesku, Francusku, Rusiju, a bankrotirale su Otomanska Imperija, Egipat, Grčka i osam zemalja Latinske Amerike.¹⁸⁷ Od Prvog svjetskog rata, sa sve većim rastom globalne povezanosti u oblasti trgovine i finansija, povećao se i rizik od širenja kriza sa jednog tržišta na drugo, kao i intenzitet kriza (Prilog 2).

Velika depresija iz 1929. godine

Jednu od najpoznatijih globalnih finansijskih kriza predstavlja Velika depresija koja je zadesila Sjedinjene Američke Države u periodu 1929-1939. godina. Ona je uključivala više oblika finansijske krize:

- berzansku krizu 1929. godine,
- bankarsku krizu 1930-1931. godine,
- globalno širenje krize 1931-1933. godine.¹⁸⁸

U godinama prije 1929. godine privreda Sjedinjenih Američkih Država imala je kontinuiran rast. Indeks industrijske proizvodnje koji su objavljivala Federalne rezerve Sjedinjenih Američkih Država ima je 1921. godine vrijednost 67 (1923-1925 = 100), da bi u junu 1929. godine iznosio 126.¹⁸⁹ Niske kamatne stope i makroekonomska stabilnost pogodovali su velikom privrednom rastu tih godina.

Tokom 1925. godine premijer Engleske Winston Čerčil ponovo je uveo u upotrebu “zlatni standard” kao fiksnu vezu između vrijednosti zlata, američkog dolara i engleske funte (Engleska ga je napustila 1931. godine).¹⁹⁰ To je dovelo do poskupljenja vrijednosti proizvoda u Engleskoj, koji su ostali na visokom nivou od perioda Prvog svjetskog rata i

¹⁸⁷ Kindelberger, C. P. & Aliber, R. Z. (1989). *Manics, Panics, and Crashes – A History of Financial Crisis*, John Wiley and Sons, New Jersey, str. 137.

¹⁸⁸ *Federal Reserve* (16. jul 2015). www.federalreservehistory.org.

¹⁸⁹ *Federal Reserve* (16. jul 2015). www.federalreservehistory.org.

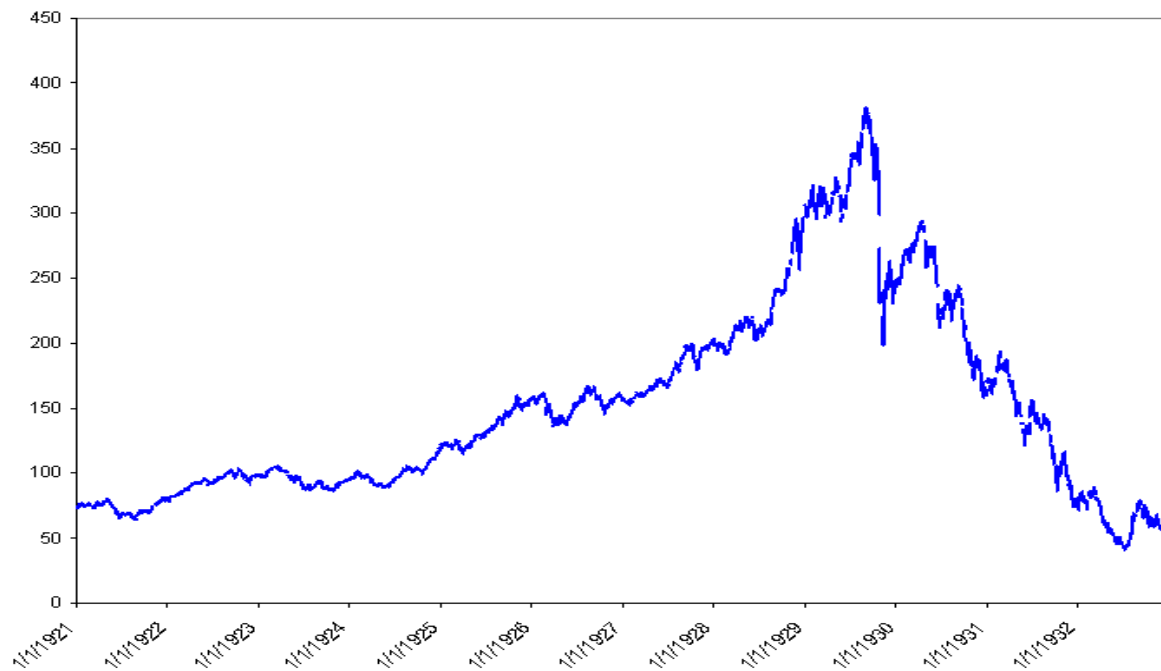
¹⁹⁰ *Federal Reserve* (16. jul 2015). www.federalreservehistory.org.

smanjenja potrošnje robe i usluga. Istovremeno, to je Englesku učinilo veoma skupom destinacijom za investiranje i da bi se zaštitili od potencijalnih gubitaka investitori su masovno kupovali velike količine zlata, što je, sa druge strane, stavilo Sjedinjene Američke Države u fokus stranih investitora. Kao jedna od prelomnih tačaka koje su dovele do ove finansijske krize smatra se i sastanak iz 1925. godine na kojem su tadašnji guverneri centralnih banaka Engleske, Njemačke i Francuske ubijedili predstavnike Državnih rezervi Sjedinjenih Američkih Država da popuste monetarnu politiku i smanje visinu kamatne stope na državne obveznice (ovo se smatra “jednom od najvećih grešaka američke monetarne vlasti u historiji”).¹⁹¹ Smanjenje referentne kamatne stope sa 4% na 3,5%, praćeno velikim rastom berzanskih cijena, usmjerilo je dodatni kapital na Njujoršku berzu akcija i dalo novi impuls rastu berzanskih cijena.

Kao rezultat tih aktivnosti vrijednost Dau Džons indeksa industrijskog prosjeka (engl. *Dow Jones Industrial Average – DJIA*) 24. avgusta 1921. godine iznosila je 63,90, a na dan 3. septembar 1929. godine njegova vrijednost iznosila je 381,17.¹⁹² Naravno, postojali su i drugi faktori koji su pomagali ovakvom scenariju – stabilan rast privrede Sjedinjenih Američkih Država, razvoj novih tehnologija, pozitivni korporativni rezultati listiranih kompanija, mogućnost kupovine akcija na marginu i mogućnost da se kupljene akcije stave kao zaloga za novi kredit kojim se opet kupovalo na berzi, ali i berzanske manipulacije kojima su fingirani veliki promet i rast cijena na berzi, što je privuklo veliki broj malih, finansijski neobrazovanih investitora da se okušaju u investiranju na Njujorškoj berzi akcija (Grafikon 3.4).

¹⁹¹ Galbraith, J. K. (1997). *The Great Crash 1929*, A Mariner Book, Houghton Mifflin Company, Boston, str. 10.

¹⁹² *Automationinformation.com* (2016). www.automationinformation.com



Grafikon 3.4. Kretanje Dau Džons indeksa industrijskog prosjeka na Njujorškoj berzi akcija (1921-1933. god)

Izvor: *Signal trend.com* (2016). Arithmetic or Logarithmic Scale?, www.signal trend.com

Federalne rezerve Sjedinjenih Američkih Država su, prateći ovakav razvoj situacije, 1929. godine reagovale ograničavanjem odobravanja kredita s kolateralom u akcijama i povećale referentnu kamatnu stopu na 6%.¹⁹³ To je imalo uticaj i na globalnom nivou zbog zlatnog standarda, pa su i druge centralne banke takođe podigle kamatne stope, što je predstavljalo uvod u recesiju. Veoma brzo, Sjedinjena Američke Države ušle su u period recesije, praćen smanjenom potrošnjom i povećanjem zaliha neprodane robe. To je dovelo do smanjenja zarada i povlačenja novca sa berze. Njujorška berza akcija počela je svoj sunovrat na dan koji je danas poznat kao “Crni ponedjeljak” (engl. *Black Monday*), kada je ova berza izgubila 13% od svoje vrijednosti, uz promet od 9,2 miliona akcija (najveći pad u jednom danu u dotadašnjoj istoriji), a već sledećeg dana, na “Crni utorak” (engl. *Black Tuesday*), kada je promet iznosio 16,4 miliona akcija, dodatnih 12% svoje vrijednosti.¹⁹⁴ Tog utorka

¹⁹³ *Federal Reserve* (16. jul 2015). www.federalreservehistory.org.

¹⁹⁴ Doak, S. R. (2008). *Black Tuesday: Prelude to the Great Depression*, Compass Point Book, Mankato, str 86.

ujutro organizovan je sastanak direktora pet najvećih banaka koji su izdali saopštenje da su pad cijena i panika koja se dešava neosnovani i da je situacija pod kontrolom, te da će se veoma brzo stabilizovati. Ukupna vrijednost kapitala koji je izgubljen tog utorka iznosila je 14 milijardi dolara (poređenja radi, ukupan budžet Vlade Sjedinjenih Američkih Država te godine iznosio je 3 milijarde dolara).¹⁹⁵ Pad se nastavio, da bi indeks dostigao svoj minimum na dan 8. jula 1932. godine, kada je vrijednost Dau Džons indeksa industrijskog prosjeka iznosila svega 41,22¹⁹⁶ (vrijednost ovog indeksa na dan kada je uveden 26. maja 1896. godine iznosila je 40,96).¹⁹⁷ Ogroman broj kompanija potpuno je nestao sa tržišta, a investitori koji su trgovali na marginu izgubili su sve što su imali.

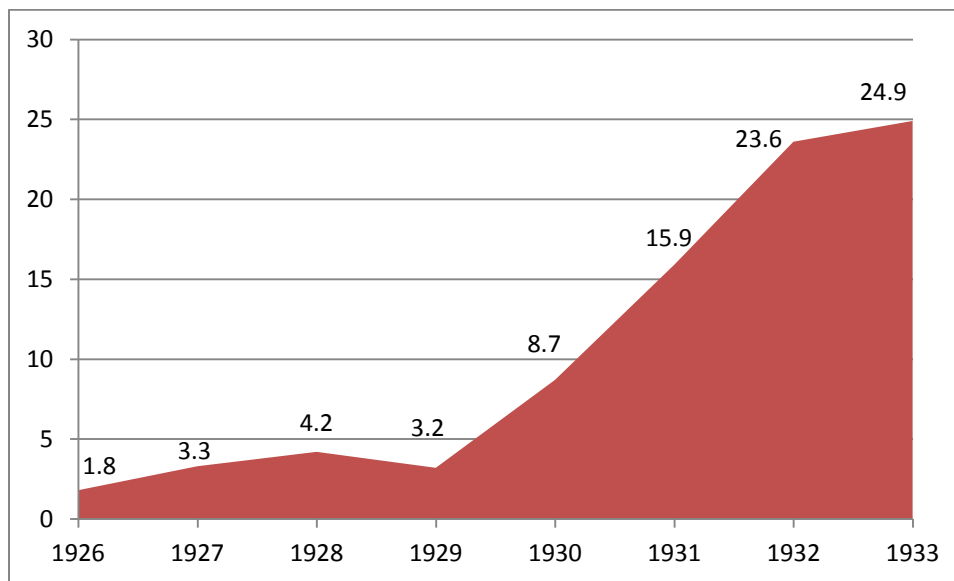
Sa slomom tržišta akcija nastavio se pad povjerenja potrošača u oporavak, tako da su kompanije, zbog smanjenih narudžbina, bile prisiljene da snize nivo proizvodnje i počnu da značajno smanjuju plate i otpuštaju radnike. Sa druge strane, zaposleni su počeli masovno da uzimaju kredite da bi mogli da prežive i kada su ostali bez posla, banke su počele da preuzimaju njihovu imovinu, a njih protjeruju na ulicu. Broj nezaposlenih se sa 4 miliona u 1930. godini popeo na 6 miliona već naredne godine (Tabela 3.3).¹⁹⁸ Industrijska proizvodnja se prepolovila, preko 20.000 kompanija u Sjedinjenim Američkim Državama je bankrotiralo, a kriza se proširila širom svijeta, posebno u Evropi.

¹⁹⁵ Lange, B. (2007). *The Stock Market Crash od 1929: The End of Prosperity*, Chelsea House Publishers, New York, USA, str. 34-37.

¹⁹⁶ *Automationinformation.com* (2016). www.automationinformation.com

¹⁹⁷ Dow Jones Industrial Stocks (28. januar 2016). *Index History: Dow Jones Industrial Average*, www.dow-jones-djia.com.

¹⁹⁸ *History.com* (2016). www.history.com/topics/great-depression



Grafikon 3.5. Stopa nezaposlenosti u Sjedinjenim Američkim Državama, % (1926-1933)

Izvor: Willoughby D. & Willoughby S. (2000). *The USA: 1917-1945*, Heinemann Educational Publishers, Oxford, England, str. 85

U periodu poslije Prvog svjetskog rata Sjedinjene Američke Države su postale jedan od najvećih kreditora Njemačke, koja je morala da se zaduži da bi mogla da plati ratnu odštetu, najviše prema Engleskoj i Francuskoj. Sa druge strane, Engleska i Francuska su morale da plaćaju kreditne obaveze prema Sjedinjenim Američkim Državama (koje su uzeli zbog finansiranja troškova vezanih za Prvi svjetski rat), tako da su, kada su američke banke počele da povlače kredite prema Njemačkoj, u problem došle i ostale zemlje, uključujući i same Sjedinjene Američke Države.¹⁹⁹ Pored toga, jedan od glavnih uzroka globalnog uticaja Velike depresije bio je i uvođenje zlatnog standarda koji je doveo do krize deviznog kursa u velikom broju zemalja, prouzrokovanog podizanjem kamatnih stopa u velikim zemljama padom cijena sirovina i poluproizvoda i padom u ukupnoj globalnoj spoljnotrgovinskoj razmjeni.

Krajem 1930. godine počela je panična navala na banke širom Sjedinjenih Američkih Država od strane štediša, koji su imali želju da podignu sva svoja sredstva. To je natjeralo

¹⁹⁹ Orde, A. (2002). *British Policy and European Reconstruction After the First World War*, Cambridge University Press, Cambridge, str. 147-148.

banke da krenu u naplatu svih dospjelih i rizičnih kredita, što je praćeno i prekidom daljih plasmana. Vlada Sjedinjenih Američkih Država odobrila je 1932. godine državnu pomoć bankama koje su upale u probleme, iako je stav tadašnje republikanske vlade bio da država ne treba da se miješa u ekonomiju zemlje. Ukupan broj banaka u Sjedinjenim Američkim Državama prepolovio se u periodu od 1921. do 1933. godine, a ukupno 15.348 banaka je ili bankrotiralo, ili se spojilo sa drugim bankama.²⁰⁰ Međutim, kada je broj nezaposlenih te godine dostigao broj od oko 15 miliona, što je činilo 23% ukupnog broja stanovnika Sjedinjenih Američkih Država, bilo je jasno da država mora da preuzme aktivnu ulogu.

Na izborima 1933. godine dotadašnjeg predsjednika Sjedinjenih Američkih Država Herberta Huvera (engl. *Herbert Hoover*) pobijedio je Frenklin Ruzvelt (engl. *Franklin D. Roosevelt*), koji je odmah krenuo sa aktivnim pristupom. Naredio je da se sve banke zatvore na četiri dana, kada nije bilo moguće podizati sredstva, da bi dobio na vremenu da donese potrebna zakonska rješenja kojima je regulisao bankarski sistem. Pored toga, skoro svakodnevno se obraćao preko radija objašnjavajući korake koje želi da preduzme putem tzv. “razgovara pored kamina”, smirujući tako javnost i dobijajući na vremenu da sprovede potrebne mjere. Najvažniji potez za smirivanje krize bilo je osnivanje Državne korporacije za osiguranje depozita (engl. *Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC*), čiji je zadatak bio osiguranje štednje građana kod banaka, donošenje Zakona o hartijama od vrijednosti²⁰¹, kao i formiranje Komisije za hartije od vrijednosti (engl. *Security and Exchange Commission – SEC*) 1934. godine, koja je regulisala i kontrolisala tržišta hartija od vrijednosti.

Osnovni postulati koje je Komisija za hartije od vrednosti definisala u vezi sa očuvanjem stabilnosti finansijskog tržišta Sjedinjenih Američkih Država bili su da:

- kompanije čijim akcijama se trguje na javnim tržištima moraju javnosti saopštavati istinu o svojim kompanijama, hartijama koje prodaju i rizicima koje one nose;

²⁰⁰ Wicker, E. (1996). *The Banking Panics of the Great Depression*, Cambridge University Press, Cambridge, str. 2-15.

²⁰¹ *Security Act of 1933 and Security Exchange Act of 1934* (1973). Law Librarians’s Society of Washington D.C., Washington D.C.

- ljudi koji posreduju u trgovini hartijama od vrijednosti – brokeri, dileri i berze, moraju tretirati investitore pošteno i ravnopravno i uvijek stavljati njihov interes na prvo mjesto.²⁰²

Tokom 1935. godine donosi se i Zakon o socijalnoj sigurnosti (engl. *Social Security Act*), koji prvi put uvodi penzijsko, invalidsko i osiguranje od nezaposlenosti u Sjedinjenim Američkim Državama.²⁰³

Ovaj program reformi američke privrede poznat je pod imenom Novi dogovor (engl. *New Deal*) i kroz veliki broj javnih radova omogućio je ponovni zamah privredi i smanjivanje nezaposlenosti, tako da je 8,5 miliona stanovnika Sjedinjenih Američkih Država dobilo zaposlenje u periodu od 1935. do 1943. godine. Donošenjem Zakona o nacionalnom industrijskom oporavku definisani su prioriteti u izgradnji infrastrukture koji su bili finansirani od strane države i tako pomogli oporavak privrede Sjedinjenih Američkih Država.²⁰⁴ Međutim, dugačak period recesije i finansijske krize koji se proširio širom svijeta doveo je do jačanja desničarskih i nacionalističkih političkih snaga u Njemačkoj i Italiji, prije svega, što je rezultiralo i otpočinjanjem Drugog svjetskog rata. Sjedinjena Američke Države su na početku Drugog svjetskog rata zauzele neutralan stav sve do napada Japana na Perl Harbur (engl. *Pearl Harbour*) u decembru 1941. godine, kada Sjedinjene Američke Države zvanično ulaze u rat. Ovo daje veliki zamah američkoj industriji, dok se smanjenje nezaposlenosti javlja usled obavezne regrutacije i 1942. godine dostiže nivo koje je imalo prije pojave Velike depresije.

Postoji više razloga koji su doveli do Velike depresije, jedne od najvećih finansijskih kriza u svjetskoj istoriji, a prema Grosman i Majzner (*Grossman & Meissner*, 2010) mogu da se izdvoje sledeći razlozi pojave Velike Depresije 1929. godine :

²⁰² Social Security Administration (16. jul 2015). *Social Security Act of 1935*, www.ssa.gov.

²⁰³ Social Security Administration (16. jul 2015). *Social Security Act of 1935*, www.ssa.gov.

²⁰⁴ Smith, J. S. (2014). *A Concise History of the New Deal*, Cambridge University Press, Cambridge, England, str. 45.

- veoma nerazvijen pravni okvir i nepostojanje institucija zaduženih za kontrolu i regulaciju tržišta kapitala;
- nepostojanje institucije za osiguranje depozita;
- postojanje zlatnog standarda u najvećim svjetskim ekonomijama;
- nepostojanje zajedničke međunarodne akcije za suzbijanje krize;
- berzanski balon izazvan jeftinim kreditima i berzanskim špekulacijama u Sjedinjenim Američkim Državama;
- nerazvijen bankarski sistem sa aspekta kontrole i regulacije.²⁰⁵

Berzanska kriza iz 1987. godine

Kriza tržišta kapitala iz oktobra 1987. godine predstavljala je prvu globalnu finansijsku krizu poslije Drugog svjetskog rata. Poznatija pod nazivom Crni ponedjeljak (engl. *Black Monday*), ova kriza, koja je počela 19. oktobra 1987. godine, bila je prva međunarodna kriza koja je nastala isključivo na tržištu kapitala i koja se tim putem i proširila po cijelom svijetu. Ona je predstavljala najveći pad Njujorške berze akcija u jednom danu od 22,6% vrijednosti u istoriji.²⁰⁶

Početkom 80-ih godina prošlog vijeka, prvi put su se kao metod preuzimanja kompanija počele primjenjivati transakcije u kojima se na bazi određene zaloge (najčešće su to bile akcije te kompanije) dobija kredit za otkup akcija kompanije (engl. *Leverage buyout*). Takođe, tada se prvi put pojavljuje arbitražna rizika investiranja (engl. *Risk arbitrage*), koja daje mogućnost smanjivanja rizika kroz istovremenu kupovinu i prodaju hartija od vrijednosti. Zbog velike kompleksnosti ovog procesa, sve razvijenije međunarodne berzanske trgovine i povezanosti tržišta, razvijeni su kompjuterski programi koji su definisali berzanske aktivnosti prodaje hartija od vrijednosti zavisno od kretanja berzanskih cijena (engl. *Program trading*).

²⁰⁵ Grossman, R. S. & Meissner, C. M. (2010). *International aspects of the Great Depression and the crisis of 2007: similarities, differences, and lessons*, Oxford Review of Economic Policy, Volume 26, Number 3, str. 318-338.

²⁰⁶ *Federal Reserve* (20. jul 2015). www.federalreservehistory.org.

Postojale su dvije metode korišćenja programirane trgovine:

- osiguranje portfolija (engl. *Portfolio insurance*), kada se programsko trgovanje koristilo kao zaštita od gubitaka u slučaju negativnog kretanja cijena akcija (moglo se koristiti u slučaju rasta i u slučaju pada cijena akcija) i
- indeksna arbitraža (engl. *Index arbitrage*), kada se programsko trgovanje koristilo da bi se ostvarila zarada u razlici u cijeni između cijena akcija i cijena finansijskih derivata u čijoj se osnovi nalazi ta akcija (opcije, fjučersi, indeksi).

Sav ovaj razvoj dešavao se u periodu dugogodišnjeg rasta cijena akcija na berzama širom svijeta, kao posljedica rasta globalne likvidnosti i stabilnih kamatnih stopa.

U periodu prije oktobra 1987. godine došlo je do povećanja kamatnih stopa u svijetu, značajnog povećanja trgovinskog deficita Sjedinjenih Američkih Država i pada vrijednosti dolara, što je podiglo rizik od povećanja kamatnih stopa u Sjedinjenim Američkim Državama i donijelo negativan sentiment na tržišta kapitala. Nekoliko dana prije krize bilo je praćeno padom cijena akcija i masovnom kupovinom državnih obveznica, a tržište je dodatno potresla činjenica da su 16. oktobra 1987. godine isticali mnogobrojni fjučersi i opcijski ugovori. Pad cijena na tržištu doveo je do finansijskih gubitaka investitora koji su kupovali derivate, računajući da će im upravo ta arbitraža pokriti gubitke. Međutim, masovna prodaja fjučers ugovora dovela je do pada njihovih cijena, što je iniciralo kupovinu fjučers ugovora i prodaju akcija na berzi od strane kompjuterski generisanih programa za trgovinu (Grafikon 3.6).



Grafikon 3.6. Kretanje DJIA u periodu 1985-1989. godina

Izvor: *Wall Street Journal* (2014). www.online.wsj.com

Na taj način tržište je upalo u spiralu u kojoj su svi prodavali pokušavajući da pokriju svoje gubitke:

- programirane trgovine imale su softver koji ih je usmjeravao na kupovinu u slučaju pada cijena akcija,
- zajednički investicioni fondovi imali su zahtjeve za otkup investicionih jedinica,
- pojedinačni investitori su postali svjesni da pad može da se nastavi i još prije otvaranja tržišta u ponedjeljak počeli da šalju naloge prodaje.²⁰⁷

Kao posljedica ove krize uvedeno je pravilo da berza može da zamrzne trgovinu na određeni period u slučaju drastičnog pada cijena u toku jednog dana (pravilo da trgovina može da se suspenduje ukoliko S&P 500 indeks izgubi 7%, 13% i 20% u toku dana). Takođe je došlo do shvatanja prednosti i rizika globalizacije tržišta kapitala jer je veliki broj inostranih investitora već u to vrijeme bio aktivan na Njujorškoj berzi akcija, dok su investitori u Sjedinjenim Američkim Državama prvi put shvatili da moraju da prate kretanja

²⁰⁷ Carlson, M. (2006). *A Brief History of the 1987 Stock Market Crash – with a Discussion of the Federal Reserve Response*, Finance and Economic Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington D.C., str. 1-2.

i na drugim tržištima kako bi dobili signale šta može da se desi i u njihovoj zemlji, budući da su azijska i evropska tržišta takođe izgubila mnogo od svoje vrijednosti tokom ove krize. Važno je istaći da poslije berzanskog kraha 1987. godine nije došlo do recesije privrede ili bankarske krize, kao i da su se berze veoma brzo oporavile od ovog udara.

Azijska kriza iz 1997. godine

Azijska finansijska kriza iz 1997-1998. godine predstavlja finansijsku krizu izazvanu deviznim poremećajima koja se desila u 1990-im, pored krize Evropskog monetarnog sistema od 1992-93. godine i krize izazvane padom vrijednosti meksičkog pezosa (tzv. *Tequila crisis* – Tekila kriza) iz 1994-95. godine.²⁰⁸ Upravo zbog činjenice da je veoma sličan scenario viđen u sve tri krize, niko nije predviđao da će se i u azijskim zemljama dogoditi kriza izazvana devalvacijom valuta (Tabela 3.3). Sve je pokrenula devalvacija tajlandskog bata u ljeto 1997. godine, poslije dužeg perioda održavanja fiksnog kursa prema američkom dolaru. Taj potez izazvao je domino efekat devalvacije u više azijskih zemalja, doveo do drastičnog pada cijena na berzama u Aziji, smanjio spoljnotrgovinsku razmjenu i doveo do političkih promjena.

²⁰⁸ Anderson, S. (2000). A history of the past 40 years in financial crisis, *International Finance Review*, www.ifre.com.

Tabela 3.3. Kretanje deviznog kursa i berzanskih indeksa tokom Azijske finansijske krize
1997-98. godine

Zemlja	Promjena kursa lokalne valute prema dolaru (30.06.1997-05.08.1998). %	Promjena vrijednosti lokalnih berzanskih indeksa (30.06.1997-05.08.1998). %
Tajland	-36,0	-26,7
Malezija	-33,6	-46,4
Indonezija	-73,8	-40,0
Filipini	-33,0	-21,3
Hong Kong	0,0	-33,8
Južna Koreja	-36,2	-50,0
Tajvan	-13,8	-9,1
Singapur	-11,6	-28,5

Izvor: Goldstein, M. (1998). *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systematic Implications*, Institute for International Economics, Washignton D.C., str. 2-3.

Prema Švab i dr. (Schwab et all, 2000), postoji više razloga koji su doveli do pojave finansijske krize u zemljama Azije:

- slabosti u finansijskom sistemu:
 - izloženost bankarskog sektora prema preduzećima iz oblasti nekretnine i građevinarstva iznosila je između 25-55%),
 - krediti su imali valutnu klauzulu prema američkom dolaru (što je bilo prihvatljivo u periodu fiksnog kursa lokalne valute prema američkom dolaru),
 - pogrešna politika Banke Tajlanda koja je potrošila ogromne količine novca na odbranu stabilnosti kursa bata, čime je ugrozila svoj potencijal za otplatu inostranih kredita,

- veliko prisustvo države u bankarskom sistemu,
- slaba regulativa koja se odnosi na kontrolu bankarskog sistema;
- makroekonomski problemi:
 - visok spoljnotrgovinski deficit,
 - slab kvalitet stranih investicija (veliki priliv u špekulativne svrhe ili u poslove koji su srednjoročnog roka trajanja (nekretnine),
 - fiksiranje kursa lokalne valute prema američkom dolaru privlačilo je špekulativne investitore na berze i ujedno dovelo do povećanja uvoza i smanjenja izvoza domaćih proizvoda,
 - rast kineske ekonomije, koja preuzima sve više narudžbi iz inostranstva.²⁰⁹

Kao razlozi što se ova kriza proširila po cijelom svijetu (reagovala su tržišta i u Rusiji, Brazilu), iako se inicijalno desila u relativno maloj ekonomiji u svjetskim razmjerama (Tajland), smatra se da je postojao efekat “zvona za buđenje” (engl. *Wake-up call*), odnosno da su se investitori uplašili da bi ovakav scenario mogao da se ponovi i u drugim zemljama sa sličnom makroekonomskom situacijom. Takođe, pozitivni efekti koje devalvacija valute donosi jednoj zemlji veoma brzo počinju da predstavljaju konkurentsku prednost u odnosu na druge zemlje sa sličnim nivoom razvoja, tako da i te zemlje postaju primorane na sličnu intervenciju. Povezanost ekonomija zemalja iz Azije sa ostatkom svijeta (pad cijena sirovina iz Južne Amerike zbog smanjenja potrošnje u Aziji, banke iz Južne Koreje bile su veliki investitori u ruske i brazilske državne obveznice), predstavlja značajan razlog što se ova kriza osjetila u cijelom svijetu.

Međunarodni monetarni fond, zajedno sa više zemalja koje je predvodio Japan, odobrio je vladi Tajlanda kredit od 16 milijardi dolara za jačanje deviznih rezervi (radi poređenja, Meksiku je bilo odobreno 50 milijardi dolara za zaustavljanje finansijske krize iz 1994. godine). Jedan od razloga za ovu pomoć bio je i strah razvijenih zemalja da bi dugotrajan nizak nivo lokalnih valuta mogao da dovede do neravnoteže u međunarodnim ekonomskim

²⁰⁹ Schwab, K., Sachs, G. & Woo, W. T. (2000). *The Asian Financial Crisis: Lessons for a Resilient Asia*, The MIT Press, Cambridge, str. 17-24.

odnosima zbog jeftinijih proizvoda i usluga u tim zemljama, pa pomažući da lokalna valuta ojača oni pomažu i sami sebi.²¹⁰

Ruska finansijska kriza iz 1998. godine

Ruska finansijska kriza iz 1998. godine predstavlja jednu od većih finansijskih kriza u zemljama u razvoju s kraja dvadesetog vijeka. Otkako je postala nezavisna država sa raspadom Sovjetskog Saveza 1991. godine, Rusija je imala problem da obezbijedi pozitivan ekonomski rast i to je uspjela da ostvari tek 1997. godine. Fiksiranje deviznog kursa imalo je veliki negativni uticaj na rusku privredu, koja je bila zasnovana u najvećoj mjeri na proizvodnji i izvozu sirovina i nafte, kao i na poljoprivrednu proizvodnju. Ipak, rastuća cijena nafte i podizanje kreditnog rejtinga Rusije privukli su veliki broj stranih investitora koji su, počevši od 1997. godine kada im je to dozvoljeno, investirali u ruske državne obveznice nominovane u rubljama.

Međutim, već u oktobru 1997. godine strah investitora od devalvacije rublje (koja je bila fiksirana za američki dolar) i povećani rizik od neizvršenja kreditnih obaveza prema stranim povjericima (izazvan Azijskom krizom), doveli su do masovne prodaje ruskih akcija i obveznica. Da bi zadržala fiksni kurs rublje, Centralna banka Rusije potrošila je više od 6 milijardi dolara, umjesto da već tada napusti fiksni kurs svoje valute.²¹¹ Visoke kamatne stope (na obveznice nominovane u rubljama prinos je iznosio više od 200%), povukle su za sobom rusko tržište kapitala, koje je izgubilo 75% vrijednosti od januara do avgusta 1998. godine.²¹²

Početak septembra 1998. godine, kao reakcija na krizu, ruska Centralna banka je dozvolila slobodno formiranje kursa rublje, što je za posljedicu imalo gubitak dvije trećine njene vrijednosti u roku od tri nedjelje. Došlo je do velikog rasta cijena, tako da je stopa

²¹⁰ Veseth, M. (2002). *The Rise of the Global Economy*, Fitzroy Dearborn Publishers, Chicago, str. 462-503.

²¹¹ Pinto, B. & Ulatov, S. (2010). *Russia 1998 Revisited: Lessons for Financial Globalization*, Economic Premise, Number 37, The World Bank, str. 2.

²¹² *Rabobank* (8. mart 2016). Economic Research, www.economics.rabobank.com.

inflacije u naredne dvije godine postala izuzetno visoka. U novembru iste godine, objavljeno je da Rusija nije u mogućnosti da u potpunosti isplati dug od 17 milijardi dolara koji joj dospio na naplatu. Depoziti u ruskim bankama smanjili su se za 15% u roku od tri mjeseca, a pad bruto društvenog proizvoda za 1998. godinu iznosio je -5,3% (Tabela 3.4).

Tabela 3.4. Kretanje bruto društvenog proizvoda i stope inflacije u Rusiji (1996-2005)

Godina	Promjena stope rasta BDP, %	Stopa inflacije, %
1996.	-3,6	21,85
1997.	1,4	10,99
1998.	-5,3	84,47
1999.	6,3	36,59
2000.	10,0	20,13
2001.	5,1	18,69

Izvor: Letiche, J. M. (2007). *Russia Moves Into the Global Economy*, Routledge, New York, str. 3.;

www.inflation.eu.

Kao ključni razlozi za pojavu finansijske krize u Rusiji mogu se izdvojiti sledeći faktori:

- fiksiranje kursa rublje prema dolaru i njegovo održavanje na previsokom nivou od strane Centralne banke Rusije;
- slaba naplata poreskih obaveza od kompanija i stanovništva dovela je do velikog fiskalnog deficita i štampanja novca od strane države za pokriće obaveza;
- slab institucionalni i zakonski okvir;
- nizak nivo korporativnog upravljanja;
- prevelika izloženost kratkoročnim stranim investicijama;
- rat u Čečeniji.

Budući da je Rusija bila veliki kratkoročni kreditor zemljama u razvoju (posebno bivšeg Sovjetskog Saveza), problemi koje je ona imala uticali su na privrede zemalja Centralne

Azije. Transmisioni kanali kojima se ruska kriza prelila na zemlje bivšeg Sovjetskog Saveza bili su:

- direktni i indirektni trgovinski odnosi, koji su zbog devalvacije rublje postali narušeni, pošto su sada ruski proizvodi postajali jeftiniji, a proizvodi iz centralnoazijskih zemalja (Kazahstan, Kirgistan, Uzbekistan, Tadžikistan i Turkmenistan) sve skuplji za inostrane kupce;
- promjene u konkurentnosti na globalnom nivou, pošto je iz istih razloga i svjetska potražnja za ruskim proizvodima (nafta, gas, rude) dobila na značaju u odnosu na druge zemlje;
- smanjenje priliva kapitala u ove zemlje zbog negativnog iskustva sa izmirenjem kreditnih obaveza od strane Rusije.²¹³

Takođe, ova kriza, zajedno sa Azijskom krizom, pokazala je veliku ranjivost ekonomija zemalja u tranziciji, što je dovelo do smanjenja kreditnog rejtinga tih zemalja i povećanja kamatnih stopa na međunarodne kredite. Pored njih, kriza u Rusiji uticala je i na pojavu krize u Brazilu, gdje su se osjetila smanjenja priliva investicija i povlačenja investitora sa berze tokom 1998-1999. godine, kao posljedica straha da se sličan scenario može ponoviti i na drugom kraju svijeta. Ipak, ovi efekti imali su kratkoročno trajanje i nisu ostavili dublje posljedice na brazilsku ekonomiju.²¹⁴

Sporazum s Međunarodnim monetarnim fondom u julu 1999. godine obezbijedio je Rusiji 4,5 milijardi dolara za stabilizaciju izmirivanja obaveza prema stranim povjeriocima. Pravi oporavak uslijedio je tek kada je zahvaljujući rastu cijena nafte i drugih sirovina na svjetskim berzama, kao i daljoj depresijaciji rublje, ostvaren veoma visok nivo rasta bruto društvenog proizvoda u narednim godinama. Takođe, mjere koje je trebalo da vode boljem

²¹³ Damjanovic, T. & Pastor, G. (2001). *The Russian Financial Crisis and its Consequences for Central Asia*, IMF Working Paper, str. 9-11, www.imf.org.

²¹⁴ Baig, T. & Goldfajn, I. (2000). *The Russian Default and the Contagion to Brasil*, str. 11-17, IMF Working Paper WP/00/160, www.imf.org.

funkcionisanju poreskog sistema počele su da daju rezultate (prvi put od osamostaljivanja Rusije, u 2000. godini zabilježen je budžetski suficit).²¹⁵

Pucanje Internet balona 2000-2001. godine

Kriza internet kompanija (engl. *Dotcom bubble*) predstavlja krizu izazvanu drastičnim gubitkom berzanske vrijednosti internet kompanija na NASDAQ-u 2000-2001. godine. Ovoj krizi prethodio je period od 1995. do 1999. godine kada je investiranje u internet kompanije dostiglo svoj vrhunac. U februaru 2000. godine internet sektor činio je 6% ukupne tržišne kapitalizacije na američkim berzama i 20% od ukupnog prometa akcijama.²¹⁶ U martu 2000. godine čitav sektor je uvećao svoju berzansku vrijednost za čitavih 1.700% (uzimajući 1976. godinu kao osnovu, a za taj period S&P indeks porastao je 422%).²¹⁷ Dana 10. marta ukupna tržišna kapitalizacija NASDAQ kompanija iznosila je 6.710 milijardi dolara.

Jedno od osnovnih fundamentalnih berzanskih pravila investiranja bazirano je na diskontovanju budućih prihoda kompanije kako bi se utvrdila današnja vrijednost. U slučaju internet kompanija koje su počele da se listiraju na američkim berzama od 1995. godine takvi principi nisu važili već su investitori, oduševljeni potencijalom koji je razvoj interneta pokazao, počeli da ulažu u kompanije ne obraćajući pažnju na njihove poslovne rezultate i finansijske pokazatelje. U periodu od aprila 1998. do marta 2000. godine skoro 300 internet kompanija sprovelo je inicijalnu javnu ponudu ukupne vrijednosti od preko 33 milijarde dolara.

²¹⁵ Chiodo, A. J. & Owyang, M. T. (2002). *A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998*, The Federal Reserve Bank of St. Louis, str. 14, www.research.stlouisfed.org.

²¹⁶ Ofek, E. & Richardson, M. (2001). *Dotcom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 8630, Cambridge, str. 3.

²¹⁷ Brooks, C. & Katsaris, A. (2006). *Speculative Bubbles in S&P 500: Was the Tech Bubbles Confined to Tech Sector?*, ICMA Centre Discussion Papers in Finance DP 2006-2007, University of Reading, Reading, UK, str. 5.

Poslije prvog talasa investiranja, kompanije s malom tržišnom kapitalizacijom počele su da bilježe veliki rast berzanskih cijena, koji je privlačio nove investitore, što je dovodilo do daljeg rasta cijena, počevši od prvog berzanskog dana (u periodu od januara 1999. do januara 2000. godine 146 kompanija dupliralo je svoju cijenu sa inicijalne javne ponude tokom prvog berzanskog dana).

Tako se stvarao privid da “stare” metode analize i valorizovanja kompanija više ne vrijede i da je moguće ostvariti ogroman profit investiranjem u nove tehnologije. Visok nivo P/E na početku trgovanja (često i negativan) tolerisan je od strane investitora sa očekivanjem da će, pošto je riječ o mladim kompanijama koje su osnivane par godina ranije, u narednom periodu sa rastom prihoda doći i do smanjivanja ovog odnosa. Pokazatelji po kojima su investitori plasirali sredstva u internet kompanije drastično su veći nego što je bio slučaj u u drugim sektorima.²¹⁸

Prema Ofek i Ričardson (*Ofek & Richardson, 2001*)²¹⁹ i Gutman (*Guttman, 2009*)²²⁰ možemo izdvojiti neke od razloga koji su doveli do formiranja internet balona na tržištu akcija 2000. godine:

- nizak nivo kamatnih stopa u Sjedinjenim Američkim Državama;
- velika likvidnost bankarskog sektora koja je stimulisala korišćenje povoljnih kreditnih uslova i visokih margina kod berzanske trgovine;
- veliki priliv tehnoloških inovacija i startap (engl. *start-up*) kompanija s novim tehnološkim rješenjima (e-commerce, online pretraživači, itd.);
- nepostojanje kvalitetnih mehanizama i tehnika za procjenu vrijednosti internet kompanija, koje nisu imale klasičan proizvod ili uslugu, što je predstavljalo problem berzanskim analitičarima koji su navikli na “stare“ kompanije;

²¹⁸ Aharon, D. Y., Gaviious, I. & Yosef, R. (2011). *Stock market bubble effects on mergers and acquisitions*, The Quarterly Review of Economics and Finance, The Quarterly Review of Economics, str. 8-9.

²¹⁹ Ofek, E. & Richardson, M. (2001). *Dotcom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, str. 29.

²²⁰ Guttman, R. (2009). *Asset Bubbles, Debt Deflation, and Global Imbalances*, International Economic Policy Institute, Working Paper 2009-06, str. 11.

- značajno veći procenat individualnih investitora u internet kompanije nego institucionalnih investitora i nego u slučaju drugih sektora
- isticanje perioda zaključavanja (engl. *lock-out period*) od 180 dana tokom kojeg većinski vlasnici nisu smjeli da prodaju akcije poslije inicijalne javne ponude (kapital koji je postao slobodan za trgovinu u ljeto 2000. godine dostigao je vrijednost od preko 300 milijardi dolara):
- preveliki optimizam u vezi sa budućim rastom internet kompanija.

Iracionalno visoka očekivanja u vezi sa budućem rasta cijena akcija internet kompanija, zajedno sa visokim nivoom likvidnosti u bankarskom sistemu u Sjedinjenim Američkim Državama, doveli su do toga da su se investitori prosto grabili za akcije tih kompanija, koje nisu imale nikakvu poslovnu istoriju ili pozitivne finansijske pokazatelje. Priče o ostvarivanju “američkog sna“ preplavile su američke medije, koji su posebno bili preplavljeni pozitivnim tekstovima u periodu rasta tržišta inicijalnih javnih ponuda internet kompanija.²²¹ Stanje iracionalne euforije, koje je Grinspen predvidjeo u svom izlaganju iz 1996. godine, pokazalo se u svom najvećem obimu, isključujući realno sagledavanje potencijala tih kompanija.

Jedan od važnijih faktora jeste i donošenje Zakona o poreskim olakšicama 1997. godine²²² u Sjedinjenim Američkim Državama, kojim su prihodi od dividende ostali oporezovani, tako da su se investitori okrenuli mladim kompanijama koje nisu isplaćivale dividende i gdje su prihode mogli da ostvare na osnovu rasta berzanske cijene u budućnosti.²²³ Za manje od mjesec dana od 17. marta 2000. godine NASDAQ je izgubio 1.000 milijardi dolara tržišne kapitalizacije, a za period od 17. marta 2000. godine (kada je imao maksimalnu vrijednost od 5.048,62 poena) do 6. aprila 2001. godine (kada je dostigao vrijednost od 1.720,36 poena) izgubio je 66% svoje vrijednosti (Grafikon 3.7).

²²¹ Battacharya, U., Galpin, N., Ray, R. & Yu, X. (2007). *The Role of the Media in the Internet IPO Bubble*, Social Science Reserarch Network, str. 9-14, www.papers.ssrn.com.

²²² *Taxpayer Relief Act of 1997* (1997). Public Law 105-34-Aug. 5, 1997, www.gpo.gov.

²²³ Dai, Z., Shackelford, D. & Zhang, D. (2008). *Capital Gains Taxes and Stock Return Volatility: Evidence from Taxpayer Relief Act of 1997*, str. 2.



Grafikon 3.7. Kretanje indeksa NASDAQ 100 (1996-2011)

Izvor: www.financialsense.com

Primjer kompanije Inktomi predstavlja najbolji opis uspona i pada internet kompanija tokom internet balona. Osnovana 1996. godine kao kompanija koja se bavila razvojem softvera za onlajn pretraživanje i koja je prva koristila metod naplate klikom (engl. *pay-per-click*), koji je kasnije postao standard koji danas koriste Gugl (engl. *Google*) i ostali pretraživači. Listirala se na NASDAQ-u 1998. godine poslije inicijalne javne ponude vrijedne 36 miliona dolara, da bi u martu 2000. godine njena tržišna kapitalizacija iznosila 25 milijardi dolara. U narednih 18 mjeseci kompanija je izgubila 99,9% svoje vrijednosti i bila je preuzeta od kompanije Jahu (*Yahoo*) za 235 miliona dolara.²²⁴

Kao posljedica ove krize ekonomija Sjedinjenih Američkih Država ušla je u recesiju koja je trajala do novembra 2001. godine, da bi naredne dvije godine rast ostao na veoma niskom nivou. Federalne rezerve Sjedinjenih Američkih Država su, da bi podstakle razvoj, i dalje

²²⁴ *Thinkingoregon.org* (2016). Soulcycle: All that glitters is not gold, www.thinkingoregon.org

držale kamatne stope na veoma niskom nivou, što je podstaklo veliki rast tržišta nekretnina u narednim godinama (jedan od uzroka svjetske finansijske krize iz 2007. godine).²²⁵

3.3 Svjetska finansijska kriza iz 2008. godine – uzroci i posljedice

Poslije Velike depresije iz 1929. godine, svijet je bio svjedok velikog broja većih i manjih finansijskih kriza, počev od onih koje su počinjale i završavale se u okviru jedne zemlje, više zemalja, regiona, kontinenta, kratkotrajnih, do onih čiji su se efekti osjećali u cijelom svijetu, u manjoj ili većoj mjeri (Azijska kriza, Ruska finansijska kriza, pucanje balona internet kompanija). Ipak, nijedna od tih kriza nije mogla da ponese prefiks svjetska ili globalna, zbog toga što su posljedice bile najveće u epicentru krize, dok su se prelivanjem krize putem transmisionih kanala ipak smanjivali njen intenzitet i posljedice.

Glas-Stigalov Zakon (engl. *Glass-Steagall Act*) iz 1933. godine²²⁶ donesen je s namjerom strogog regulisanja finansijskog sistema Sjedinjenih Američkih Država poslije velike finansijske krize. Njegove osnovne odredbe bile su sledeće:

- obavezno razdvajanje komercijalnog i investicionog bankarstva (zabrana komercijalnim bankama da kupuju sve hartije od vrijednosti, osim državnih; zabrana komercijalnim bankama da obavljaju bilo koje poslove vezane za izdavanje, pokroviteljstvo [engl. *underwriting*], prodaju ili distribuciju hartija od vrijednosti; zabrana investicionim bankama da uzimaju depozite),
- obavezno državno osiguranje bankarskih depozita,
- zabrana komercijalnim bankama da plaćaju kamatu na depozite po viđenju.²²⁷

²²⁵ Kolb, R. W. (2010). *Lessons from the Financial Crisis, Causes, Consequences, and Our Economic Future*, John Wiley and Sons, Hoboken, New Jersey, str. 140-144.

²²⁶ *The Glass-Steagall Act (The Banking Act) of 1933*, (22. septembar 2015). www.archive.org.

²²⁷ Rothbard, M. N. (2002). *A History of Money and Banking in the United States: The Colonial Era to World War II*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, str. 315-316.

Decenijama je ovo pravilo o jasno definisanim poslovima koje banke smiju da obavljaju bilo predmet rasprava između regulatora i banaka. Osnovni argumenti koje su banke iznosile za promjenu ovih odredaba bili su:

- obezbjeđivanje stabilnijeg poslovnog modela nezavisno od ekonomske konjunktуре, pošto u uslovima privrednog rasta dolazi do povlačenja depozita i rasta poslova vezanih za emitovanje i investiranje u hartije od vrijednosti, dok je obrnuta situaciju u uslovima ekonomske stagnacije;
- banke čija su sjedišta bila van Sjedinjenih Američkih Država nisu imale ovakvo ograničenje, tako da su kao univerzalne banke imale konkurentsku prednost u odnosu na američke komercijalne i investicione banke.

Novembra 1999. godine donesen je Grem-Lič-Blilijev zakon (engl. *Gramm-Leach-Bliley Act*),²²⁸ kojim je ukinuto razdvajanje komercijalnih i investicionih banaka. Kontrola komercijalnih banaka ostala je i dalje pod jurisdikcijom Federalnih rezervi, dok je ovaj zakon propustio da precizira jasna ovlašćenja Komisiji za hartije od vrijednosti i berze Sjedinjenih Američkih Država (engl. *Security and Exchange Commission – SEC*) u vezi sa kontrolom investicionih bankarskih holdinga. Da bi premostio taj nedostatak, Komisija za hartije od vrijednosti i berze je kreirao poseban program nazvan Konsolidovana supervizija institucija (engl. *Consolidated Supervised Entities*), kojim je definisano da investicione banke mogu same da odluče žele li kontrolu od strane ove institucije.²²⁹

Poznati američki investitor Voren Bafet izjavio je 2003. godine da je tržište kreditnih derivata finansijsko oružje masovne destrukcije i, iako sada izgleda pod kontrolom, veoma brzo može postati smrtonosno.²³⁰ Kriza hipotekarnih kredita (engl. *Sub-prime crisis*), koja je počela 2007. godine, a koju su u Sjedinjenim Američkim Državama izazvale neispunjene

²²⁸ *Gramm-Leach-Bliley Act of 1999* (1999). Public Law 106-102-Nov. 12, www.gpo.gov.

²²⁹ Stowell, D. P. (2010). *An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity: The New Paradigm*, Elsevier, USA, str. 32-33.

²³⁰ Eisenlohr, E. (2010). *Fairy Tale Capitalism: Fact and Fiction behind Too Big to Fail*, AuthorHouse, Bloomington, USA, str. 25.

obaveze po kreditima koji su davani klijentima sa lošom kreditnom historijom i po visokim kamatnim stopama, proširila se velikom brzinom po cijelom svijetu i skoro da nema zemlje koja, direktno ili indirektno, nije osjetila posljedice tog sloma.

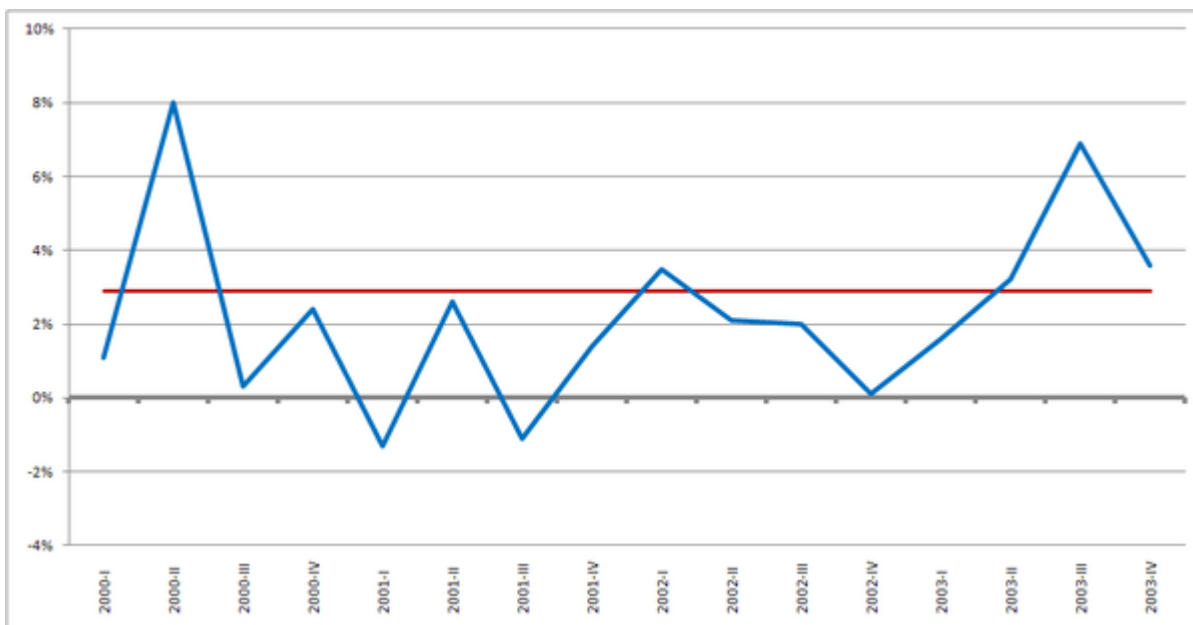
3.3.1. Uzroci svjetske finansijske krize iz 2008. godine

Traženje uzroka koji su izazvali najveću finansijsku krizu u svijetu u posljednjih skoro 90 godina mora da se vrati u period koji je uslijedio poslije krize izazvane pucanjem balona investiranja u internet kompanije 2000. godine. Teroristički napad na Sjedinjene Američke Države 11. septembra 2001. godine (koji je doveo do zatvaranja Njujorške berze akcija narednih sedam dana i pada berzanskih cijena od 12%)²³¹ i računovodstveni skandali sa kompanijama Enron (bankrot u visini od 63 milijarde dolara)²³² i Worldcom (*Worldcom*) (bankrot u visini od 180 milijardi dolara akcijskog kapitala),²³³ koji su povećali nesigurnost od ispravnosti poslovnih informacija javnih kompanija, učinili su realnom opasnost od ulaska u dugotrajnu recesiju, iako se nisu desila dva uzastopna kvartala sa negativnim rastom bruto društvenog proizvoda (Grafikon 3.8).

²³¹ NYSE (11. januar 2016). www.nyse.com.

²³² Keown, A. J., Martin, J. D., Petty, J. W. & Scott, D. F. Jr. (2003). *Foundations of Finance: The Logic and the Practice of Financial Management*, Pearson Education Limited, New York, USA, str. 6.

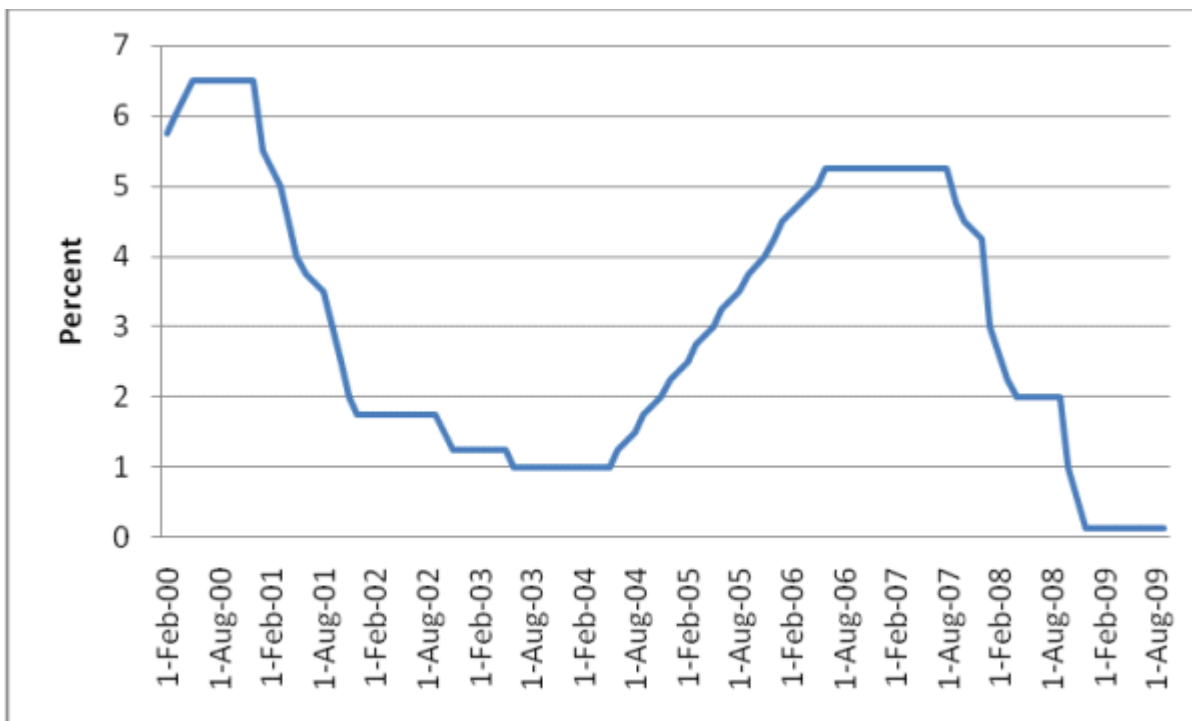
²³³ Markham, J. W. (2015). *A Financial History of the United States: From Enron-Era Scandals to the Subprime Crisis (2004-2009)*. Routledge, New York, USA, str. 44.



Grafikon 3.8. Kretanje rasta bruto društvenog proizvoda u Sjedinjenim Američkim Državama po kvartalima (2000-2003)

Izvor: *The World Bank* (12. mart 2016). www.worldbank.org

Kao prevenciju recesije, Federalne rezerve su smanjivale visinu referentne kamatne stope iz mjeseca u mjesec, tako da je ona iznosila 6,5% u maju 2000. godine i 1,75% u decembru 2001, da bi u junu 2003. dostigla najnižu vrijednost u posljednjih 45 godina od svega 1% (Grafikon 3.9).



Grafikon 3.9. Kretanje kamatne stope koju određuju Federalne rezerve Sjedinjenih Američkih Država (2000-2009)

Izvor: *Federal Reserve* (12. mart 2016). www.federalreserve.gov

Niske kamatne stope dovele su do rasta tražnje za kreditima, koju su bili ispraćeni rastom likvidnosti i viškovima koji su tražili nove investicije iako je bilo jasno da je pojava buma na tržištu sve bliža. Sve veća konkurencija u finansijskom sektoru, kako između banaka tako i između banaka i drugih brzorastućih finansijskih posrednika (investicioni fondovi, hedž i novčani fondovi), prisilila je banke, ali i te posrednike, da sve agresivnije traže nove investicione mogućnosti. Veliku ulogu imao je i politički faktor, pošto je jedan od političkih ciljeva bio da se svim građanima Sjedinjenih Američkih Država, posebno manjinama i onima koji prvi put kupuju kuće, obezbijede što povoljniji kreditni uslovi, što je i tadašnji predsjednik Sjedinjenih Američkih Država Džordž Buš javno objavio 2004. godine.²³⁴ U najvećem broju slučajeva radilo o ljudima bez kreditne historije, s primanjima nedovoljnim za otplatu kreditnih obaveza, tako da nisu bili prikladni za klasične dugoročne

²³⁴ Eckes, E. A. (2011). *The Contemporary Global Economy: A History from 1980*, Wiley-Blackwell, Chichester, United Kingdom, str. 201.

hipotekarne kredite. Zbog toga je napravljeno posebno tržište drugorazrednih hipotekarnih kredita (engl. *subprime*), koje je davalo mogućnost odobravanja hipotekarnih kredita, koji su imali opciju otplate tog kredita sa fiksnom kamatnom stopom u prvih nekoliko godina, da bi kamatna stopa poslije isteka tog perioda postajala značajno veća. Međutim, sa projektovanim rastom cijena nekretnina dužnik bi bio u mogućnosti da izmiruje obaveze i s takvom vrstom kredita. U 2007. godini vrijednost ukupno odobrenih hipotekarnih kredita iznosila je preko 1.200 milijardi dolara, od kojih je čak 82% imalo kreditni rejting AAA.²³⁵

Sekjuritizacija kao aktiviranje kreditnih potraživanja banaka putem izvedenih hartija od vrijednosti i njihova prodaja na tržištu imala je ključnu ulogu u budućim inovativnim rješenjima vezanim za razvoj finansijskog tržišta, posebno njegovog hipotekarnog segmenta.²³⁶ U pitanju je strukturisani proces u kojem se krediti ili druga vrsta potraživanja spajaju, osiguraju i prodaju kao nova vrsta hartija od vrijednosti (hartije osigurane imovinom – engl. *Asset Backed Securities*). Za razliku od klasičnog kreditnog odnosa, sekjuritizacija omogućava da se kreditni rizici sagledaju mnogo transparentnije, pružajući mogućnost da određeni rizik preuzme neko ko je spremniji za to od banke. Takođe, banke moraju da rezervišu određenu sumu novca prema zakonskim odredbama, čime smanjuju svoj kreditni potencijal. Putem sekjuritizacije postiže se i visok nivo diversifikacije, budući da se u paketima koji se formiraju mogu naći krediti različitih karakteristika, prije svega kvaliteta, odnosno kreditnog rejtinga.²³⁷ Hartije koje nastaju na bazi određenog kolaterala imaju rokove dospelja kao i originalni krediti, a prihod koji ostvaruju vezan je za prihod koji donosi osnovni kredit. Banke tako smanjuju rizik likvidnosti i rizik kamatne stope, a investitor dobija hartiju s malim rizikom, pošto je banka već uradila kreditnu analizu dužnika i garantuje otplatu kredita.

²³⁵ Gorton, G. B. (2010). *Questions and Answers about the Financial Crisis*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, str. 6.

²³⁶ Vasiljević, B. (2009). *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, Srbije, str. 92-93.

²³⁷ Rosenthal, J. A. & Ocampo, J. M. (1988). *Securitization of Credit: Inside the New Technology of Finance*, John Wiley and Sons, New York, USA, str. 3-10.

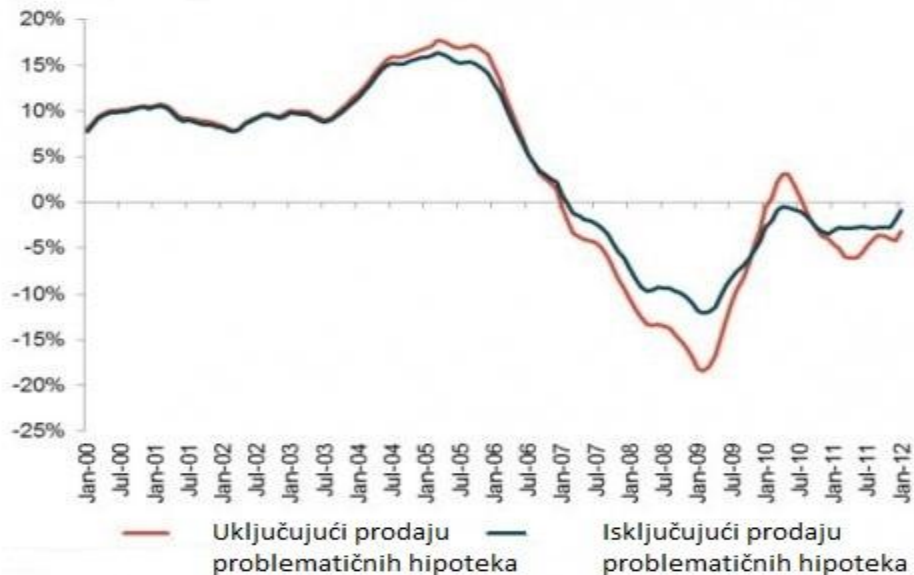
Sve veću ulogu dobijali su repo poslovi – poslovi u kojima se u trenutku inicijalne transakcije, tj. kupoprodaje neke aktive uz određeni diskont (engl. *Haircut*) dogovaraju uslovi pod kojima će se i u kojem roku ta ista aktiva otkupiti nazad od strane inicijalnog prodavca, uz određenu kamatnu stopu (engl. *Repo Rate*). U slučaju bankrotstva prodavca repo ugovora kupac može da proda aktivu koja se nalazi kao kolateral. Repo poslovi se javljaju u dva slučaja: kada je u pitanju transfer vlasništva nad određenom hartijom od vrijednosti i kada postoji potreba da se olakša proces kolaterizacije kredita.²³⁸ Repo tržište zabilježilo je veliki rast u periodu od 2002. do 2007. godine, kada je dupliralo svoju vrijednost i u 2007. godini dostiglo ukupnu sumu od po 10.000 milijardi dolara u Sjedinjenim Američkim Državama i Evropi, i 1.000 milijardi dolara u Engleskoj.²³⁹

Banke su počele da odobravaju sve više hipotekarnih kredita za kupovinu kuća, pošto je niska kamatna stopa podstakla veliki broj Amerikanaca na takvu investiciju. Ubrzo su zahtjevi počeli da dolaze od strane manje kreditno sposobnih klijenata kojima su banke, u uslovima jeftinog novca, odobravale kredite bez previše analize rizika i mogućnosti vraćanja pozajmice. Ukupna vrijednost tržišta hipotekarnih kredita u Sjedinjenim Američkim Državama krajem 2006. godine dostigla je vrijednost od 12.000 milijardi dolara, što je bilo približno veličini bruto društvenog proizvoda Sjedinjenih Američkih Država.²⁴⁰ Kao posljedica takve politike uskoro je porasla potražnja za nekretninama, a samim tim i njihove cijene, što je privlačilo sve više investitora u takve poslove (Grafikon 3.10).

²³⁸ Fabozzi, J. F. & Mann, S. V. (2005). *Security Finance: Security Lending and Repurchase Agreement*, John Wiley and Sons Inc, Hoboken, USA, str. 11.

²³⁹ Hordahl, P. & King, M. R. (2008). *Developments in repo market during financial turmoil*, BIS Quarterly Review, December 2008, Bank for International Settlement, Switzerland, str. 37.

²⁴⁰ Itoh, M. (2013). *From the Subprime to the great earthquake crisis in Japan*, in: Yagi, K., Yokokawa, N., Hagiwara, S. & Dimsky, G. A. (eds), *Crisis of Global Economies and the Future of Capitalism*, Routledge, New York, USA, str. 11.



Grafikon 3.10. Kretanje indeksa cijena kuća u Sjedinjenim Američkim Državama, promjene u odnosu na prethodnu godinu (2000-2012)²⁴¹

Izvor: *Financial Sense* (12. mart 2016). www.financialsense.com

Nacionalna hipotekarna asocijacija (engl. *Federal National Mortgage Association*, ili poznatija po skraćenom nazivu *Fannie Mae*) i Nacionalna korporacija za hipotekarne kredite (engl. *Federal Home Loan Mortgage Corporation – Freddie Mac*) odigrale su veoma bitnu ulogu u razvoju hipotekatnog tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama. Nacionalna hipotekarna asocijacija osnovana je 1938. godine u sklopu “New Deal“ programa izlaska iz recesije, kako bi pomogla porodicama s nedovoljnim sredstvima prilikom dobijanja hipotekarnih kredita. U 1968. godini Nacionalna hipotekarna asocijacija prešla je u privatno vlasništvo pod pokroviteljstvom Vlade Sjedinjenih Američkih Država. Godine 1970. osnovana je od strane američke države Nacionalna korporacija za hipotekarne kredite kao konkurencija Nacionalnoj hipotekarnoj asocijaciji. Obje ove hipotekarne institucije nisu odobravale kredite već su ih kupovali od banaka i osiguravali, formirajući tako sekundarno tržište hipotekarnih kredita, dok su banke dobijale likvidna sredstva koja su mogle ponovo da ulože u tržište nekretnina. U periodu od 2001. do 2007. godine ove finansijske institucije

²⁴¹ *Financial Sense* (12. mart 2016). www.financialsense.com.

postale su poludržavni monopoli sa svojom ulogom u osiguravanju rizičnih kredita. To je u sebi krilo opasnost jer su banke došle u situaciju da više nisu mogle da ostvaruju profite ako njihovi krediti ne bi bili otkupljeni od strane ovih institucija.²⁴² Ukupna izloženost ove dvije institucije prema hipotekarnim kreditima dostigla je 2008. godine vrijednost od 5.400 milijardi dolara, što je predstavljalo skoro polovinu ukupnog hipotekarnog tržišta.²⁴³

Sa rastom veličine tržišta hipotekarnih kredita koji su odobravani kreditno nesposobnim klijentima (engl. *Sub-prime loans*) raslo je i interesovanje za ulaganje u obveznice kojima bi grupa takvih kredita bila kolateral. Spajanjem velikih količina tih hipotekarnih kredita formiran je novi finansijski instrument pod nazivom kolektoralne dužničke potvrde (engl. *Collateral Debt Obligations*), koje su prodavane na sekundarnom tržištu. U junu 2004. godine Federalne rezerve donijele su odluku kojom je promjenjena odredba Zakona o berzama iz 1934. godine i kojom je investicionim bankama omogućeno da samostalno odaberu metod obračuna rezervisanja u odnosu na neto kapital u zavisnosti od tržišnog i rizika vezanog za trgovinu derivatima. Ovom izmjenom definisane su i obaveze formiranja posebne komisije zadužene za kontrolu poslovanja svih povezanih lica i investicionih banaka. Ovom odlukom investicionim bankama je omogućeno da koriste pozajmljeni kapital za investiranje uvećan do 30-40 puta od iznosa inicijalne investicije.²⁴⁴

Oko 80% drugorazrednih (*subprime*) hipotekarnih kredita tokom 2005-2006. godine bilo je finansirano putem sekjuritizacije. Balon je postajao sve veći, a pojavili su se novi instrumenti koji su u svojoj osnovi bili hartije pokrivenne određenom aktivom, poput hartija od vrijednosti pokrivenih hipotekama (engl. *Mortgage Backed Securities – MBS*), obveznice kolateralnog duga (*Collateral Debt Obligations – CDO*) i svopovi na neizvršenje kreditnih obaveza (engl. *Credit Default Swaps – CDS*).

²⁴² Keeley, B. & Love, P. (2010). *From Crisis to Recovery, The Causes, Course and Consequences of the Great Recession*, OECD Insight, OECD, str. 27.

²⁴³ Baily, N. M. & Elliott, D. J. (2011). *The Causes of the Financial Crisis and the Impact of the Raising Capital Requirements*, in: Demirguc-Kunt A., Evanoff D. D. & Kaufman G. G. (eds), *The International Financial Crisis: Have the Rules of Finance changed?*, World Scientific Publishing Co., Singapore, str. 63.

²⁴⁴ Federal Register (2004). *Part II: Security and Exchange Commission, 17 CFR Parts 200 and 240, Alternative Net Capital Requirements for Broker-Dealers That Are Part of Consolidated Supervised Entities; Supervised Investment Bank Holding Companies; Final Rules*, Vol 69, Number 118, 34428 .

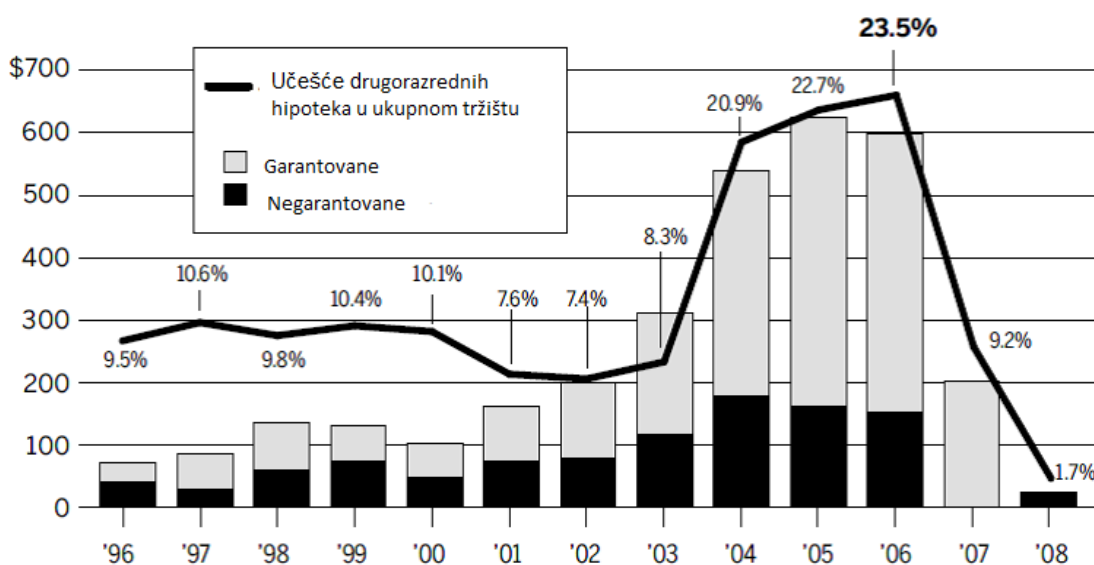
Hartije od vrijednosti pokrivene hipotekama jesu dužničke hartije od vrijednosti koje daju pravo na dobit po osnovu tokova novca (engl. *cash flow*) iz paketa hipotekarnih kredita (prinos koji one nose je naplaćena kamata po osnovu hipotekarnih kredita). Hipotekarne kredite su državne i kvazidržavne institucije, kao i privatne kompanije, kupovale od banaka i hipotekarnih kompanija i od njih pravile nove hartije pokrivene hipotekama. Ove hartije predstavljale su obavezu principala, a kamatu je plaćao originalni dužnik.²⁴⁵ Budući da su se investicije u hipotekarne kredite oduvijek smatrale najsigurnijim, ovakve hartije su imale veoma visok kreditni rejting i njih su kupovale kako privatne, tako i državne institucije ne samo iz Sjedinjenih Američkih Država već i iz cijelog svijeta. Posebnu sigurnost kod trgovine ovim hartijama davala je činjenica da su i Nacionalna hipotekarna asocijacija i Nacionalna korporacija za hipotekarne kredite imali mogućnost da se u slučaju potrebe zadužuju direktno kod Trezora Sjedinjenih Američkih Država.

Obveznice kolateralnog duga proizvod su sekjuritizacije koji predstavlja dužničku hartiju u čijoj su osnovi kao kolateral obveznice, krediti ili bilo koji drugi finansijski instrument sa fiksnim prinosom. Više hartija sa fiksnim prinosom spojeno je u jednu obveznicu kolateralnog duga, koja je kupcu te obveznice davala određeni kamatni prinos. Za razliku od hartija pokrivenih hipotekom, gdje su kolaterali hipotekarni krediti, kao kolaterali za obveznice kolateralnog duga mogli su da se koriste bilo koji garantovani krediti, obveznice sa visokom kamatnom stopom, tranše prvog (engl. *Senior Tranches*) ili drugog reda (engl. *Junior Tranches*) hartija od vrijednosti, čiji su kolaterali određena imovina (engl. *Asset Backed Securities – ABS*) ili hartije pokrivene hipotekama, kao i tranše prvog ili drugog reda drugih obveznica kolateralnog duga.²⁴⁶ Ove tranše razlikuju se po tome da li imaju prioritet ili ne u slučaju likvidacije kolaterala koji je u osnovi te obveznice kolateralnog duga. Kreditne agencije određivale su kreditni rejting ovim instrumentima zavisno od toga šta je kolateral, ali i ko je izdavalac obveznice kolateralnog duga i koja je osiguravajuća kompanija osigurala ove hartije od vrijednosti. U 2006. godini ukupna vrijednost tržišta obveznica kolateralnog duga u Sjedinjenim Američkim Državama dostigla je vrijednost od

²⁴⁵ U.S. Security and Exchange Commission (15. februar 2016). Mortgage-Backed Securities, www.sec.gov.

²⁴⁶ Kothari, V. (2006). *Securitization: The Financial Instrument of the Future*, John Wiley and Sons (Asia) Pte. Ltd., Singapore, Singapore, str. 423-426.

225 milijardi dolara, da bi samo godinu dana kasnije ukupna otpisana potraživanja po ovom derivatu dostigla iznos od 542 milijarde dolara, iako je većina ovih derivata imala AAA rejting od strane vodećih svjetskih revizorskih kuća (Grafikon 3.11).²⁴⁷



Grafikon 3.11. Vrijednost tržišta sekjuritizovanih hipotekarnih kredita u Sjedinjenim Američkim Državama, u milijardama dolara

Izvor: Financial Crisis Inquiry Report (2011). Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, str. 70

Svopovi na neizvršenje kreditnih obaveza predstavljaju posebnu vrstu finansijskih derivata kojima se trguje na vanberzanskom tržištu i koji predstavljaju bilateralni ugovor po kojem je kupac svopova na neizvršenje kreditnih obaveza preuzeo obavezu izmirenja duga prema prodavcu ovih svopova, u slučaju da primarni dužnik (zajmoprimac) ne izmiri obavezu po osnovu primljenog kredita. Zauzvrat, prodavac se obavezao da će kupcu svopova na neizvršenje kreditnih obaveza isplatiti premiju, kao i kamatu na period od kupovine ovih

²⁴⁷ Barnett-Hart, A. K. (2009). *The Story of the CDO Market Meltdown: An Empirical Analysis*, Harvard College, Cambridge, USA, str. 3-6.

svopova do isteka roka dospjeca kredita koji je kolateral.²⁴⁸ Rokovi su se, u periodu prije krize drugorazrednih hipotekarnih kredita, kretali od nekoliko mjeseci do deset godina, mada su uobicajeni bili na pet godina. Ovi novi instrumenti i derivati omogućili su višestruko povecanje kapitala i profita, ali su istodobno njihove kupce izložili potencijalno ogromnom riziku. Kao kupci svopova na neizvršenje kreditnih obaveza najčešće su se pojavljivale osiguravajuće kompanije i banke.²⁴⁹

Posebnu ulogu u razvoju hipotekarnog tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama imale su i finansijske institucije specijalizovane za davanje hipotekarnih kredite klijentima sa lošim kreditnim rejtingom. Ove institucije (engl. *Subprime Lenders*) dobile su od strane Alana Grinspena, bivšeg predsjednika Federalnih rezervi, pohvalu za “demokratizaciju kreditnih odnosa”. Ipak, opasnosti koje sa sobom nosi ova vrsta kredita za dužnike, a koje su bile u osnovi biznis modela ovih kredita, mnogo su brojnije i to su:

- rizični krediti: hipotekarni krediti koji su se odobravali nekvalitetnim klijentima u svojoj strukturi imaju karakteristike koje ukazuju na njihove visoke rizike: promjenljiva kamatna stopa, avansno plaćanje, nerealno visoki troškovi odobravanja. Takođe, uobicajeno je bilo da se period otplate kredita definiše tako da poslije 2 godine, tokom kojih su kamatne stope i anuiteti bili izuzetno povoljni (engl. *teaser period*), ovi uslovi postaju značajno nepovoljniji;
- loše obezbjeđenje: zahvaljujući razvoju tržišta derivata zasnovanih na hipotekarnim kreditima, ove institucije su veoma malo vodile računa o mogućnosti zajmoprimca da servisira svoje kreditne obaveze;
- “predatorsko” ponašanje: budući da tržište drugorazrednih hipotekarnih kreditora karakteriše manji broj institucija nego kod primarnog tržišta, takva pozicija olakšava predatorsko ponašanje kreditora, koji su kroz kombinaciju povoljnih kreditnih uslova u početnoj fazi zaduživanja dobijali klijente koji, kad stupe na

²⁴⁸ The Financial Crisis Inquiry Commission (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, US Government Printing Office, Washington D.C. USA, str. 195.

²⁴⁹ Baily, N. M. & Elliott, D. J. (2011). *The Causes of the Financial Crisis and the Impact of the Raising Capital Requirements*, in: Demirguc-Kunt A., Evanoff, D. D. & Kaufman, G. G. (eds). *The International Financial Crisis: Have the Rules of Finance changed?*, World Scientific Publishing Co., Singapore, str. 67.

snagu potpuno drugačiji uslovi kreditiranja poslije isteka “medenog mjeseca”, najčešće nisu u mogućnosti da izmiruju obaveze i zadrže svoje nekretnine;

- nedostatak odgovornosti: budući da je skoro svaki odobreni kredit veoma brzo bio prodat dalje putem nekog od hipotekarnih derivata, kreditori koji su se bavili odobravanjem kredita nekvalitetnim klijentima nisu imali motiv da kvalitetnije rade kreditne analize i procjenu rizika, već im je osnovni motiv bila njihova provizija za odobrene kredite;
- neadekvatne zakonske odredbe: bez obzira na relativno strogu regulativu ove oblasti, nisu pokriveni svi segmenti i ostavljen je priličan prostor za dalju manipulaciju klijentima, kao i kod sekjuritizacije drugorazrednih kredita i njihov plasman ka trećim licima.²⁵⁰

U januaru 2007. godine ukupno 10% od ukupne vrijednosti drugorazrednih kredita postalo je nenaplativo, a takvo stanje najavljeno je kada su u decembru 2006. godine bankrotirala dva velika kreditora koji su se bavili odobravanjem drugorazrednih kredita (Ounit mortgidž solučn [engl. *Ounit Mortgage Solutions*] – jedanaesti hipotekarni kreditor u Sjedinjenim Američkim Državama po veličini i Sebring kapital [engl. *Sebring capital*], koji je imao filijale u 41 američkoj državi).²⁵¹ Poslije dugog perioda neodgovornog kontrolisanja finansijskih izvještaja, rejting agencije Mudiz (engl. *Moody's*) i S&P su tokom jula mjeseca 2007. godine spustile kreditni rejting skoro 1.500 drugorazrednih kreditora, kao signal da se neodgovoran i rizičan pristup poslu više neće tolerisati.²⁵²

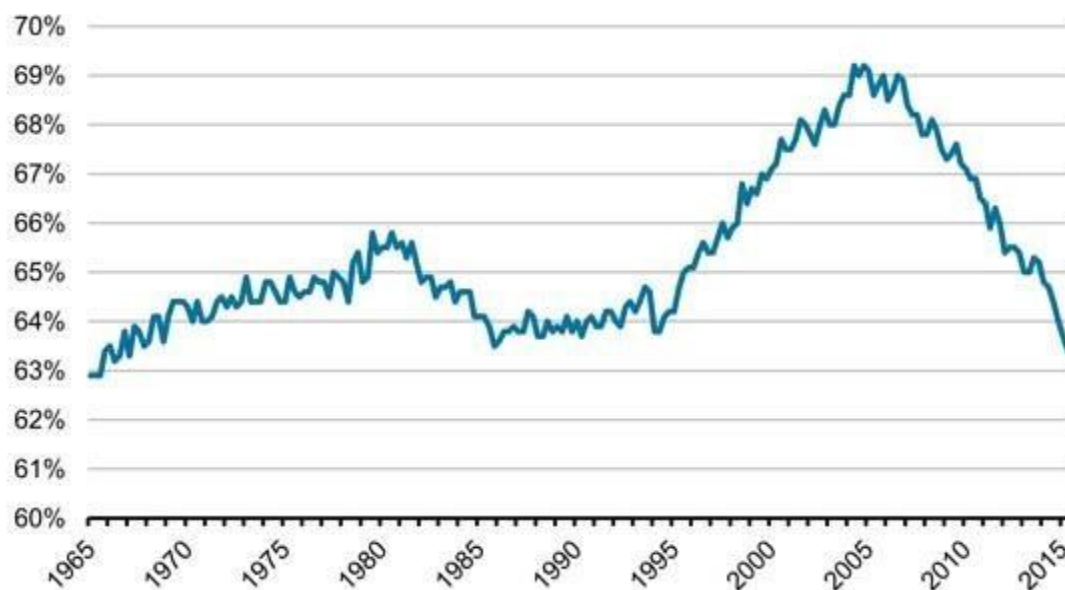
Prvi nagovještaji problema počeli su 30. juna 2004. godine, kada su kamatne stope, prvi put poslije 2000. godine, počele da rastu, da bi poslije dvije godine dostigle nivo od 5,25%, i taj nivo ostao je do avgusta 2007. godine. U 2004. godini nivo građana koji su imali vlasništvo

²⁵⁰ Schloemer, E., Li, W., Ernst, K. & Keest, K. (2006). *Losing Ground: Foreclosures in the Subprime Market and Their Cost to Homeowners*, Center for Responsible Lending, Durham, USA, str. 3-8.

²⁵¹ Engel, K. C. & McCoy, P. A. (2011). *The Subprime Virus: Reckless Credit, Regulatory Failure, and Next steps*, Oxford University Press, New York, USA, str. 69.

²⁵² United States Senate (2011). *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Colapse, Permanent Subcommittee on Investigation*, Washington D.C., USA, str. 250-266.

nad kućama u kojima žive dostigao je 70% i to je očigledno predstavljalo gornju granicu, pošto je došlo do zasićenja tržišta nekretnina (Grafikon 3.12).



Grafikon 3.12. Odnos broja porodica koje imaju kuće u vlasništvu u odnosu na ukupan broj domaćinstava u Sjedinjenim Američkim Državama (1965-2015. godine)

Izvor: Kusisto L. (2015). U.S. Homeownership Rate Hits 48 Years Low, *The Wall Street Journal*,
www.wsj.com

Već od naredne 2005. godine, kao rezultat zasićenosti tržišta nekretnina i rastućih kamatnih stopa, tražnja za kućama počela je da pada, kao i promet nekretninama, što je dovelo i do pada gradnje novih stambenih objekata i smanjenja investicione aktivnosti (Grafikon 3.13). Pri tome je važna i činjenica da je velikom broju kupaca nekretnina to predstavljalo investiciju, a ne rješavanje životnog pitanja, tako da je, čim je došlo do pada cijena nekretnina, došlo i značajnog povećanja ponude nekretnina.

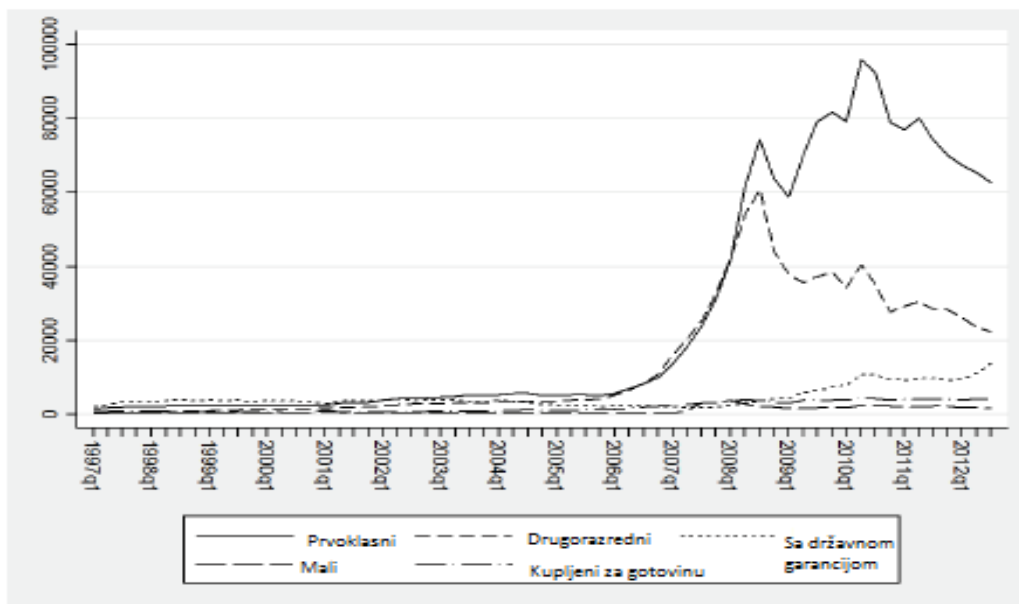


Grafikon 3.13. Prodaja postojećih kuća u Sjedinjenim Američkim Državama, u milijardama dolara (1994-2014. godina)

Izvor: McBride B. (2015). Existing Home Sales in September: 5,55 Million SAAR, *Calculated Risk*, www.calculatedriskblog.com

Rast kamatnih stopa doveo je do odustajanja od plaćanja kreditnih obaveza od strane sve većeg broja dužnika, koji su pokušavali da prodaju svoje kuće da bi mogli da otplate dug. Tokom februara i marta 2007. godine bankrotiralo je više od 25 finansijskih kompanija koje su se bavile kreditiranjem nedovoljno kreditno sposobnih dužnika za kupovinu kuća. Panika je polako počela da se širi, pogotovo što su mediji počeli sve češće da objavljuju priče o bankrotstvu brojnih porodica. Kod klasičnog bankarstva u uslovima krize prisutno je panično povlačenje depozita iz banaka, dok je u uslovima visoke sekjuritizacije glavni akcenat na povlačenju iz repo ugovora. Ovi bankarski poslovi, u čijoj se osnovi nalazi sekjuritizacija, činili su osnovu biznisa investicionih banaka u Sjedinjenim Američkim Državama, poput Liman braders (engl. *Lehman Brothers*), Ber Šterns (engl. *Bear Sterns*), Morgan Stenli (engl. *Morgan Stanley*), Meril Linč (engl. *Merrill Lynch*), ali su i komercijalne banke, poput Američke banke (engl. *Bank of America*), Sitibanke (engl. *Citibank*), Dž. P. Morgan (engl. *J. P. Morgan*) takođe imali značajnu izloženost ovom

tržištu.²⁵³ Upravo ove institucije pokazale su se i najranjivijim u nastupajućoj krizi. Broj likvidiranih hipotekarnih kredita u periodu od 1997. do 2012. godine bio je značajno veći u segmentu kvalitetnih nego kod nekvalitetnih hipotekarnih kredita. Ova činjenica navodi na zaključak da postoji velika vjerovatnoća da bi se kriza u svakom slučaju dogodila, čak i da se nije desila tolika ekspanzija drugorazrednih hipotekarnih kredita (Grafikon 3.14).



Grafikon 3.14. Broj likvidiranih hipotekarnih kredita prema tipu u Sjedinjenim Američkim Državama, u milijardama dolara (1997-2012. godina)

Izvor: Matthews C. (2015). The subprime mortgage crisis wasn't about subprime mortgages, *Fortune Magazine*, www.fortune.com

Prema izvještajima iz 2007. godine investicioni fondovi i finansijske institucije investirale su ukupno preko 1.000 milijardi dolara u nekvalitetne hipotekarne kredite. U ljeto 2007. godine i druge zemlje su počele da osjećaju da postoji veliki rizik od pojave finansijske krize. Dana 7. avgusta 2007. godine francuska banka BNP Pariba (fra. *BNP Paribas*) ukinula je isplatu udjela u nekoliko njihovih zajedničkih fondova, a britanska banka

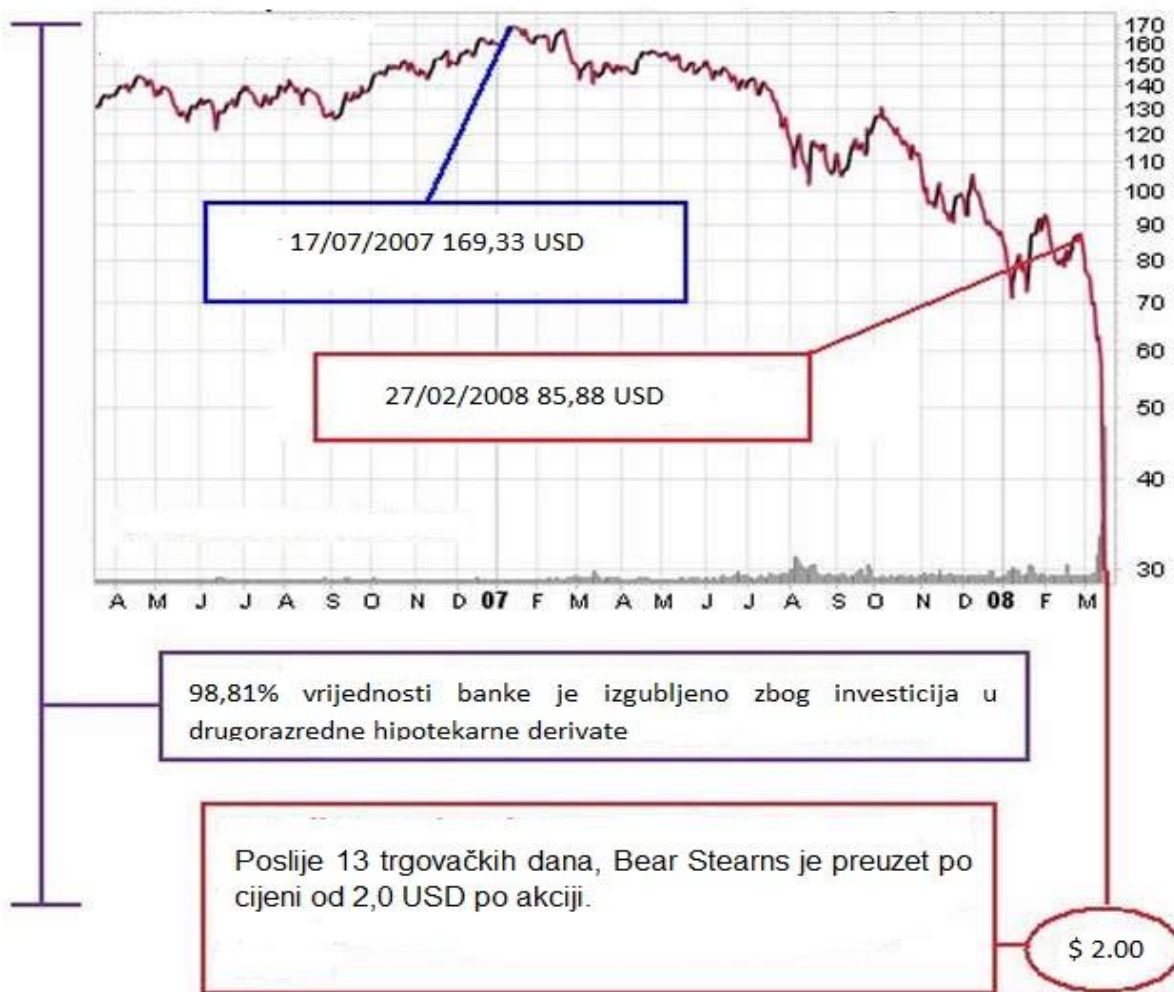
²⁵³ Gorton, G. B. & Metrick, A. (2009). *Securitized Banking and The Run of Repo*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, str. 1-2.

Northern Rock (engl. *Northern Rock*) zbog izloženosti ovim hartijama obratila se Engleskoj centralnoj banci za hitnu pomoć zbog problema s likvidnošću.²⁵⁴ I centralne banke drugih zemalja počele su da intervenišu obezbjeđujući likvidnost finansijskim institucijama. Federalne rezerve Sjedinjenih Američkih Država počele su naglo da smanjuju kamatnu stopu, ali više nije bilo mogućnosti da se kriza zaustavi.

U martu 2008. godine prvi put je testirana teza da su velike banke jednostavno prevelike da bi propale (engl. *To Big To Fail*). Investiciona bank Ber Šterns, u tom trenutku peta po veličini u Sjedinjenim Američkim Državama, došla je u situaciju da ne može da izmiri svoje dnevne obaveze i zabilježila je panično povlačenje klijenata. Bankrot dva njena fonda koja su investirala na tržištu drugorazrednih hipotekarnih kredita, s najvećom izloženošću u derivatne obveznice kolateralnog duga, potpuno je ugrozila likvidnost ove banke. Kredit koji su joj Federalne rezerve odobrile predstavljao je samo kratko dobijanje na vremenu. Spas je pronađen u preuzimanju od strane Dž. P. Morgan po cijeni od 10 dolara po akciji i to zamjenom sa akcijama Dž. P. Morgana (u januaru 2007. godine berzanska cijena akcija Ber Šterns na Njujorškoj berzi akcija bila je 169,33 dolara – Grafikon 3.15). Uslov koji je banka Dž. P. Morgan tražila za preuzimanje Ber Šterns bio je da Federalne rezerve garantuju obaveze Ber Šterns prema trećim licima u visini od 30 milijardi dolara.²⁵⁵

²⁵⁴ Mishkin, F. S. (2010). *Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 16609, Cambridge, str. 2-3.

²⁵⁵ Jickling, M. (2008). *Containing Financial Crisis*, Congressional Research Service, Washington D.C., USA, str. 17.



Grafikon 3.15. Kretanje akcija banke Ber Šterns (2008. godina)

Izvor: Ciovacco C. (2008). Bankrupt Bear Stearns Given Away to JP Morgan to Prevent Market Panic. *The Market Oracle*, www.marketoracle.co.uk

Uzroci i posljedice najveće finansijske krize u posljednjih 80 godina najbolje se mogu predstaviti kroz slučaj investicione banke Liman braders, koja je bila četvrta najveća investiciona banka u Sjedinjenim Američkim Državama sa 25.000 zaposlenih i koja je, poslije 158 godina postojanja, podnijela zahtjev za bankrotstvom dana 15. septembra 2008.

godine, ukupne vrijednosti 639 milijardi dolara (najveće bankrotstvo u svjetskoj historiji).²⁵⁶ Američka Vlada nije imala mogućnost da preuzme privatnu banku već je pokušala da joj nađe kupca (pregovori su vođeni sa Barkli bankom [engl. *Barclay bank*] iz Engleske, ali su propali zato što je centralna Engleska banka tražila da Vlada Sjedinjenih Američkih Država preuzme svu lošu aktivu Liman braders, tako da je ova banka bankrotirala i postala simbol globalne hipotekarne krize).

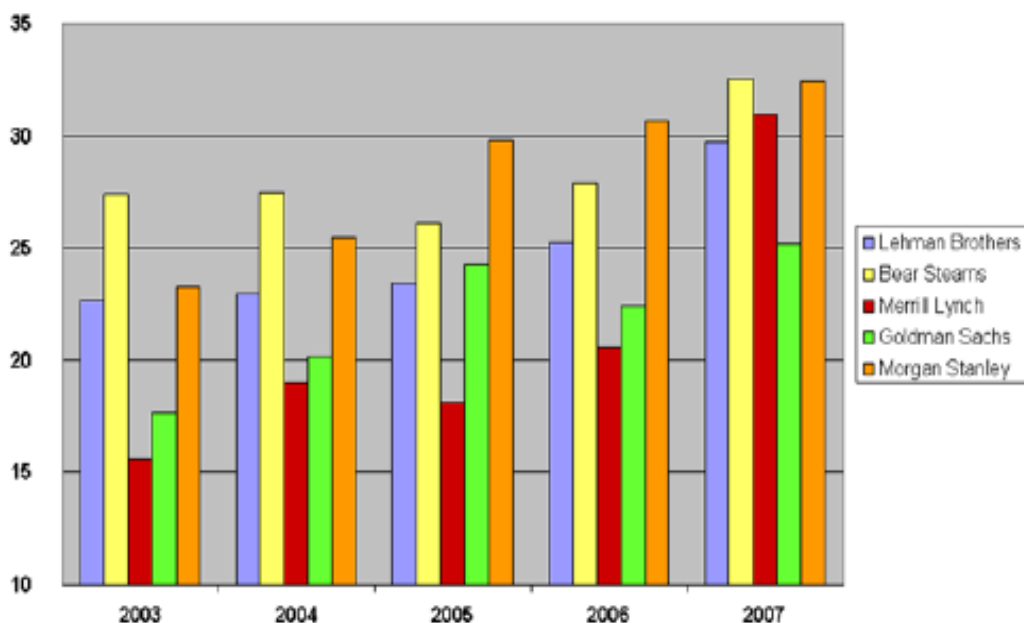
U toku ekspanzije hipotekarnih kredita i derivata, banke poput Liman braders kupovale su hipoteke da bi ih uključile u svoje hartije od vrijednosti pokrivena hipotekom, ali vremenom je taj proces sekjuritizacije postajao sve profitabilniji i banke su počele same da odobravaju takve kredite. Liman braders je već 2003-2004. godine preuzeo nekoliko velikih finansijskih institucija koje su davale hipotekarne kredite (engl. *Mortgage Lenders*), tako da je do 2007. godine postao vodeći američki pokrovitelj emisija i market mejker kod stambenih i komercijalnih hartija od vrijednosti pokrivenih hipotekom i veoma aktivan učesnik u svim poslovima vezanim za obezbjeđivanje pozajmica, strukturnih proizvoda i sekjuritizaciju hipotekarnih kredita. Podstaknuti velikim profitom koji se ostvarivao u poslovima sa ovim hartijama, Liman braders počinje sve više da u svoje ime kupuje ove hartije, izlažući se sve većem riziku pošto nisu mogli, zbog loših pokazatelja, da se dodatno zadužuju i prodaju imovinu kako bi popravili svoje bilansne pokazatelje. Krajem 2006. godine Liman braders je investirao 52 milijarde dolara u hartije od vrijednosti i derivate vezane za hipoteke na stambene i komercijalne nekretnine, a krajem 2007. godine ta suma dostigla je visinu od 111 milijardi dolara, što je bilo više od 4 puta više nego što je iznosila visina njegovog kapitala.²⁵⁷

Ovako rizično poslovanje prihvatile su i ostale velike investicione banke, koje su se u velikom procentu izložile ovim rizičnim hartijama od vrijednosti iako su pri tom svjesno narušavale svaku poslovnu logiku. Jedan od primjera je i analiza adekvatnosti kapitala

²⁵⁶ Obiri, C. (2012). *Financial Fraud Detection for the Prevention of Business Failure – Enron and Lehman Brothers*, str. 37.

²⁵⁷ Wiggins, R. Z., Piontek, T & Metrick, A. (2014). *The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview*, Yale Program of Financial Stability Case Study 2014-3A-V1, Yale School of Management, str. 6.

investicionih banaka koji predstavlja leveridž ratio, tj. odnos ukupnog duga prema ukupnom kapitalu, koji je iz godine u godinu prije krize rastao kod najvećih američkih investicionih banaka (Grafikon 3.16).



Grafikon 3.16. Leveridž ratio za neke od najvećih američkih banaka (2003-2007. godina)²⁵⁸

Izvor: Wiggins R. Z., Piontek T. & Metrick A. (2014). *The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview*, Yale Program of Financial Stability Case Study 2014-3A-V1, Yale School of Management, str. 7

Sve veća izloženost rizičnim hartijama dovela je banku Liman braders u probleme sa dnevnom likvidnošću, pošto pokušaji da se prodaju nekretnine koje su bile u njegovom posjedu nisu uspjevali zbog sve veće ponude kuća i poslovnih prostora i drastičnog pada cijena. Banka se okrenula repo tržištu i tržištu kratkoročnih papira kako bi mogla da preživi dan za danom.

²⁵⁸ Wiggins, R. Z., Piontek, T & Metrick, A. (2014). *The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview*, Yale Program of Financial Stability Case Study 2014-3A-V1, Yale School of Management, str. 7.

Dokazano je da je Liman braders lažirao svoje knjigovodstvene izvještaje za 2007. i 2008. godinu, upravo tako što je repo transakcije sa hipotekarnim derivatima knjižio vanbilansno i nisu proknjižene novčane pozajmice koje je trebalo da vrati u visini od nekoliko desetina milijardi dolara, kako bi smanjio svoj zvanično objavljeni neto leveridž i svoje ukupne obaveze. I pored očiglednih knjigovodstvenih malverzacija radi davanja lažne slike o kvalitetu poslovanja, revizorska kuća Ernest i Jang (engl. *Ernest & Young*) potvrdila je 2008. godine da su bilansi i finansijski izvještaji Liman bradersa u skladu sa propisima (zbog toga što je propustila da iskaže primjedbu što repo transakcije Liman braders nije iskazao kao obavezu prema zajmodavcima, država Njujork je tužila revizorsku kuću Ernest i Jang).²⁵⁹

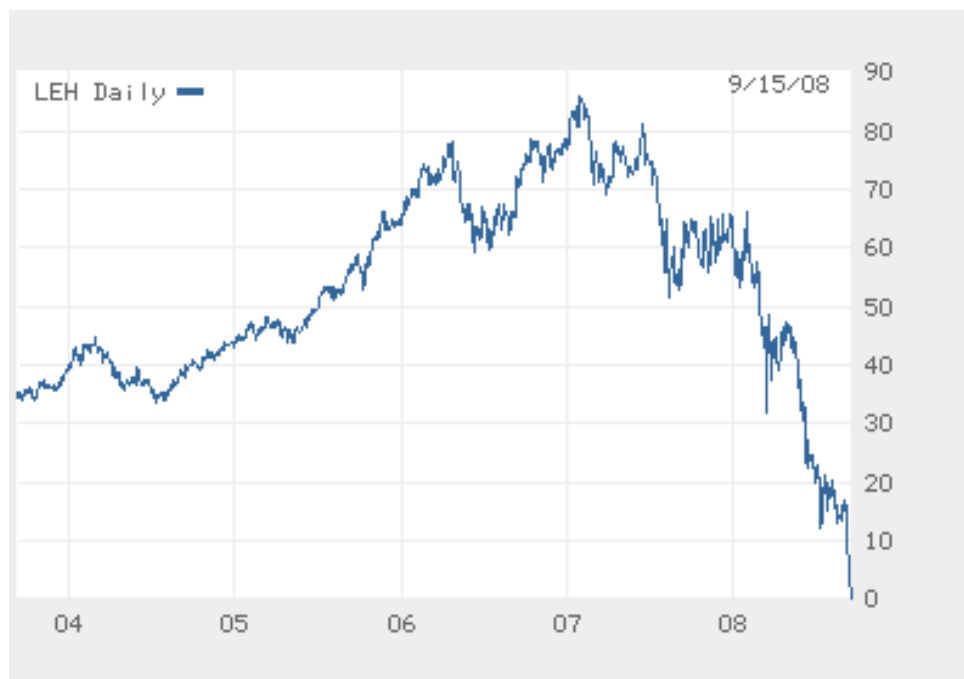
Liman braders je imao sve više problema da dobije i prekononočne pozajmice pošto povjerioci, koje su činili investicione banke, novčani i hedž fondovi, više nisu imali šta da uzmu od imovine Liman bradersa kao kolateral. Prije konačnog kraha, ukupan dug Liman bradersa iznosio je 200 milijardi dolara, uglavnom po osnovu repo transakcija i prekononočnih kredita, i od tog iznosa ukupno 80% vrijednosti bio je dug prema deset najvećih finansijskih institucija.²⁶⁰

Sve opcije za spasavanje (engl. *Bailout*) polako su nestajale i 10. septembra 2008. godine Liman braders je objavio da će morati da otpiše 5,6 milijardi dolara svoje aktive, kao i da je ostvario gubitak u poslovanju od 3,93 milijarde dolara za treći kvartal 2008. godine. Berzanska cijena akcija Liman bradersa u periodu od januara 2007. godine, kada je iznosila 85 dolara, za svega 18 mjeseca potpuno je izgubila svoju vrijednost (Grafikon 3.17). Kao posljednji trzaj objavljeni su i planovi uprave Liman bradersa o izdvajanju 50 milijardi dolara “loše“ aktive u posebnu javnu kompaniju, kako bi sačuvao zdravi dio banke. Međutim, pošto više nije mogla da obezbijedi sredstva za svoje funkcionisanje, a propali su

²⁵⁹ Verschoor, C.C. (2011). *Did Ernest & Young really assist Financial Fraud*, AccountingWeb, www.accountingweb.com.

²⁶⁰ Wiggins, R. Z., Piontek, T. & Metrick, A. (2014). *The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview*, Yale Program of Financial Stability Case Study 2014-3A-V1, Yale School of Management, str. 8.

pokušaji preuzimanja banke od strane drugih domaćih i stranih banaka, Liman braders je 15. septembra 2008. godine podnio dokumenta za bankrotstvo.²⁶¹



Grafikon 3.17. Kretanje cijene akcija Liman bradersa na Njujorškoj berzi akcija (2004-2008. godina)

Izvor: NYSE (22. januar 2016). www.nyse.com

Preko 8.000 kompanija je, u trenutku bankrotstva, bilo povjerilac Liman bradersa sa ukupno 930.000 emitovanih derivatnih ugovora, ali je čak 80% od ukupne vrijednosti potraživanja otpisano pet nedjelja poslije objavljenog stečaja.²⁶²

Istovremeno sa bankrotstvom Liman bradersa, na ivicu bankrotstva u septembru 2008. godine stiže i najveća osiguravajuća kuća u Sjedinjenim Američkim Državama – AIG osiguranje. Činjenica da je ovaj osiguravajući gigant bio glavni kupac obveznica

²⁶¹ Schapiro, M. L. (2010). *Lehman Brothers Examiner's Report: Congressional Testimony*, U.S. Security and Exchange Commission, str 4-5.

²⁶² Barkhausen, H. A. (2009). *Derivates in Bankrupcy: Some Lessons from Lehman Brothers*, Journal of Structured Finance, Volume 15, str. 7-10.

kolateralnog duga (ukupna izloženost od 527 milijardi dolara) i svopova na neizvršenje kreditnih obaveza (izloženost od 78 milijardi dolara) i da praktično nije imao kod koga da se osigura u slučaju problema na ovom tržištu, ostavila ih je bez opcija za spasavanje, osim od strane države.²⁶³ Kriza koja je već eskalirala do ogromnih granica zbog stečaja Liman bradersa i niza bankrotstava kreditora drugorazrednih hipotekarnih kredita, pada cijena nekretnina i panike koja je zavlada u svim segmentima finansijskog sistema Sjedinjenih Američkih Država, dovela je do toga da je AIG u posljednji čas spasen intervencijom Federalnih rezervi u ukupnom iznosu od 150 milijardi dolara (od toga iznosa 110 milijardi dolara u vidu kredita, a 40 milijardi dolara kroz kupovinu preferencijalnih akcija AIG-a).²⁶⁴ AIG je u 2008. godini napravio gubitak od ukupno 99,3 milijarde dolara, ali se spasio bankrotstva i 2011. godine kompletno otplatio kredit prema Federalnim rezervama.

Liman braders nije bio usamljen slučaj. U stečaj je otišla i Indimak banka (engl. *Indymac bank*), CIT, Konseko (engl. *Conseco*), Tornburg mortgidž (engl. *Thornburg Mortgage*), a Vašington mjučual (engl. *Washington Mutual*) preuzet je od Dž. P. Morgan, Meril Linč je preuzet od strane Američke banke, dok su Nacionalna hipotekarna asocijacija i Nacionalna korporacija za hipotekarne kredite, koji su u tom trenutku garantovali za polovinu ukupnih hipotekarnih kredita, stavljeni pod kontrolu države Sjedinjenih Američkih Država. Iz Tabele 3.5. može se videti da su se efekti krize osjećali i tokom 2009. godine, kao i u drugim privrednim sektorima.

²⁶³ McDonald, R. & Paulsen, A. (2014). *AIG in Hindsight*, Federal Reserve Bank of Chicago, WP 2014-07, str. 18.

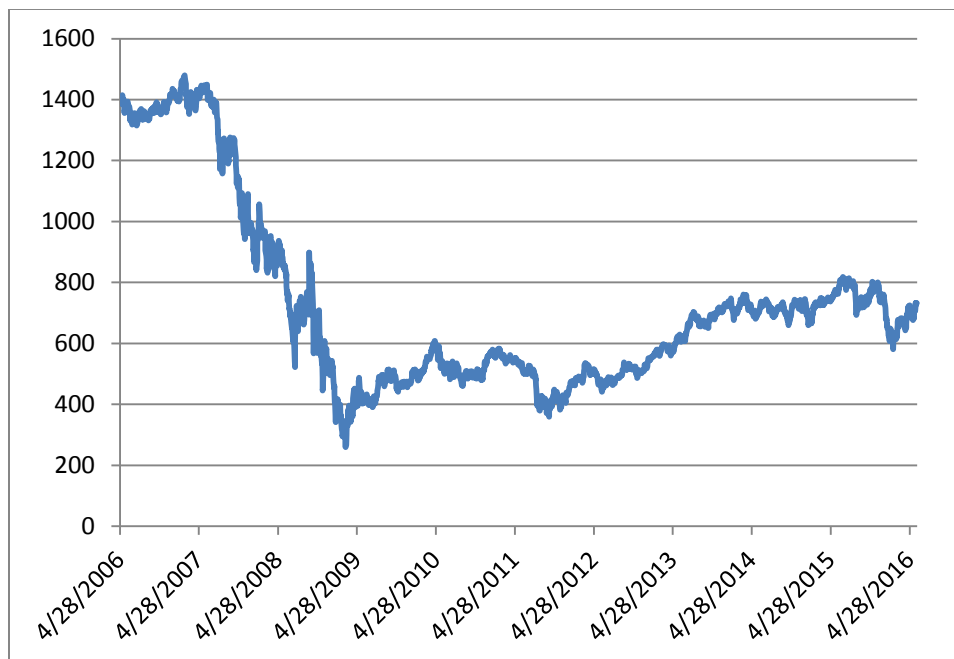
²⁶⁴ Federal Reserve Bank of New York (1. april 2016). *Action related to AIG*, www.newyorkfed.org.

Tabela 3.5. Deset najvećih bankrotstava u Sjedinjenim Američkim Državama tokom krize drugorazrednih hipotekarnih kredita 2008-2009. godine

Naziv	Datum podnošenja zahtjeva za bankrotstvo	Visina kapitala na dan bankrotstva (u milijardama dolara)	Napomena
Liman braders (investiciona banka)	15.09.2008.	691,1	Imovinu su preuzele Barkli banka, Nomura i Blek rok
Vašington mjučual (banka)	26.09.2008.	327,9	Imovinu je preuzela Državna korporacija za osiguranje depozita, koju je od nje kupio Dž. P. Morgan
Dženeral motors (automobilska industrija)	01.06.2009.	91,0	Država je obezbijedila sredstva za poslovanje
CIT Grupa (finansijske usluge)	01.11.2009.	80,4	Kontrolisano bankrotstvo
Krajsler (automobilska industrija)	30.04.2009.	39,3	Preuzeto od strane kompanije Fijat kroz stečajni postupak
Tornburg mortgidž (nekretnine)	01.05.2009.	36,5	Kontrolisano bankrotstvo
Kolonijal bank grupa (finansijske usluge)	25.08.2009.	25,8	Imovinu je preuzela Državna korporacija za osiguranje depozita, koju je od nje kupio BB&T
Kapmark fajnenšel grupa (finansije)	25.10.2009.	20,6	Izbjegao bankrotstvo, promijenio industriju i ime
Garanti fajnenšel grupa (finansije)	27.08.2009.	16,8	Imovinu je preuzela Državna korporacija za osiguranje depozita, koju je od nje kupio BBVA Kompas
Bank junajted fajnenšel	21.05.2009.	15,0	Imovinu je kupila nova Bank junajted, s novim rukovodstvom

Izvor: Schaefer, S. (2011). *The Great Recession's Biggest Bankruptcies: Where Are They Now?*, Forbes Magazine, www.forbes.com.

Budući da su banke i finansijske institucije označene kao direktni krivci za pojavu i eskalaciju globalne finansijske krize, povjerenje investitora u kvalitet njihovog poslovanja i izvještavanja bilo je potpuno narušeno. Pored banaka koje su bankrotirale, čitav bankarski sektor pretrpio je drastične korekcije cijena, od kojih se još uvijek nije oporavio, što se najbolje vidi na Grafikonu 3.18. koji prati S&P 500 Bank Index.



Grafikon 3.18. Kretanje S&P 500 Bank Index (2006-2016. godina)

Izvor: S&P Global Division (15. mart 2016). www.us.spindex.com

Svi učesnici u finansijskom tržištu Sjedinjenih Američkih Država imali su svoju ulogu u pojavi i razvoju ove krize i, prema Lipson (2010),²⁶⁵ teško je reći čija su gramzivost i odgovornost za učinjeno bili veći:

- uzimaoci kredita: najveći broj hipotekarnih kredita odobren je građanima Sjedinjenih Američkih Država koji nisu imali mogućnost da izmire kreditne

²⁶⁵ Lipson, J. C. (2010). *Enron Rerun: The Credit Crisis in Three Easy Pieces*, in: Kolb W. R. (ed.). *Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future*, John Wiley and Sons, Hoboken, USA, str. 48.

obaveze na koje su pristali i koji su znali da neće imati prihode da isplate svoje obaveze. Tako su, da bi kratkoročno proživjeli “američki” san i postali vlasnici kuće, svjesno pristajali na zaduživanje mnogo iznad njihovih finansijskih mogućnosti, sa varijabilnim kamatnim stopama koje su poslije dvije godine postajale drastično više. Pored nekvalitetnih dužnika, veliki broj kvalitetnih zajmoprimaca (dužnika) uzimao je hipotekarne kredite da bi kupovao nekretnine kao investiciju, radi dalje prodaje. Kada su cijene krenule da padaju, oni su bili prvi koji su oborili cijene svojih nekretnina da bi izvukli uloženi novac;

- hipotekarne finansijske institucije (hipotekarni kreditori i hipotekarni brokери): od njihove primarne uloge koja je trebalo da bude olakšavanje procesa dobijanja hipotekarnih kredita i povećanje konkurentnosti u ovom dijelu finansijskog sektora, pretvorile su se u pravi primjer moralnog hazarda – isključivi motiv bio je da odobre što više kredita zbog provizije koja im je pripadala, bez obzira na rizik od bankrotstva klijenta, pošto nisu imali odgovornost ukoliko se to desi;
- investicione banke: uvođenjem sekjuritizacije u oblast hipotekarnih kredita investicione banke su otvorile Pandorinu kutiju iz koje je izašao ogroman broj derivatnih hartija, čija je jedina svrha bila da se omogući “prepakivanje“ kolateralna na različite načine, ali sa istom idejom – takve hartije s pokrićem u hipotekarnim kreditima treba prodati drugim investitorima i uzeti što veću proviziju. Uključivanjem u derivatni paket hipotekarnih kredita različitog kreditnog kvaliteta (krediti sa “junk“ i BB rejtingom “miješani” su sa hipotekarnim kreditima AA i AAA kreditima), dobijani su novi hipotekarni derivati sa AAA rejtingom, koji im je davala investiciona banka koja je bila pokrovitelj te emisije hipotekarnih derivata, što je još jedan eksplicitan primjer moralnog hazarda;
- hedž fondovi: kao kupci ovih derivata, iako svjesni da je riječ o rizičnim hartijama, u ogromnim količinama su kupovali sekjuritizovane kredite, motivisani provizijom koju su dobijali za upravljanje fondovima;
- rejting agencije: ove agencije su imale jasan konflikt interesa pošto su za poslove utvrđivanja kreditnog rejtinga hipotekarnih derivata bile angažovane i plaćene od strane pokrovitelja i budućih prodavaca tih derivata (investicionih banaka), čime su

dobijale jak motiv za davanje visokih kreditnih rejtinga lošim hartijama od vrijednosti;

- regulatorni organi (Federalne Rezerve, Komisija za hartije od vrednosti i berze): izborom loših makroekonomskih poteza (niske kamatne stope previše dug period, slaba regulativa finansijskih institucija i tržišta hipotekarnih kredita, nedefinisana odgovornost u kontroli banaka, kašnjenje sa donošenjem programa spasavanja banaka, itd.), regulatorni organi su direktno podstakli i pomogli razvoj dužničke krize;
- državni organi upravljanja: političkom odlukom o relaksiranju hipotekarnih kreditnih uslova za kupce koji prvi put kupuju kuće, nemaju zadovoljavajući kreditni rejting ili su pripradnici manjina, bankama je signalizirano da u tom pravcu mogu da se razvijaju bez straha od posljedica. Promjena zakonskih odredaba koja je omogućila spajanje poslova komercijalnog i investicionog bankarstva, pod pritiskom bankarskog lobija iz obje oblasti, a podstaknuta isključivo motivima većeg profita, učinila je čitav bankarski sistem Sjedinjenih Američkih Država izuzetno ranjivim.

Postoje različita tumačenja kada se govori o ukupno procjenjenom gubitku koji je izazvala finansijska kriza iz 2007-2008. godine. Međunarodni monetarni fond je u oktobru 2008. godine procijenio da totalni gubici iznose više od 1.400 milijardi dolara (od kojih je 750 milijardi dolara vezano za hipotekarne kredite u Sjedinjenim Američkim Državama, a 650 milijardi dolara za druge hartije od vrijednosti i derivate).²⁶⁶ Prema Lanu (Lannoo, 2009), ukupni gubici iznose 966 milijardi dolara.²⁶⁷ Pored direktnih gubitaka vezanih za krizu drugorazrednih (*subprime*) kredita, procjenjuje se da je ona privredu Sjedinjenih Američkih Država koštala skoro 10 biliona dolara kroz izgublenu proizvodnju i promet usluga koje se

²⁶⁶ Hellwig, M. (2009). *Systematic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis*, De Economist 157, No. 2, str. 131.

²⁶⁷ Lannoo, K. (2009). *Concrete Steps Towards More Integrated Financial Oversight: the EU's Policy Response to the Crisis*, in: Secchi C. & Villafranca A. (eds), *Liberalism in Crisis? European Economic Governance in the Age of Turbulence*, Edward Elgar & ISPI, Chentelham, United Kingdom, str. 58.

nisu desile zbog pojave krize.²⁶⁸ Međutim, realnije analize su one koje u analizi gubitaka uključuju i obračun neostvarenog bruto društvenog proizvoda (smanjenje investicija i potrošnje, smanjenje štednje, smanjenje izvoza, neostvareni profit kompanija, rast nezaposlenosti, pad bruto društvenog proizvoda, trošenje novca poreskih obveznika za neplanirane svrhe, psihološki faktor straha), prema kojima ukupna visina troškova krize iznosi od 7,2 do 15,9 biliona dolara.²⁶⁹ Druge procjene idu do visine od 40-90% jednogodišnjeg bruto društvenog proizvoda Sjedinjenih Američkih Država, što predstavlja iznos od 5,8 do 13,2 biliona dolara, što je ekvivalentno iznosu od 50.000,00 do 120.000,00 dolara po domaćinstvu u Sjedinjenim Američkim Državama.²⁷⁰ Ako se uključe i gubici ostvareni i u drugim zemljama svijeta, jasno je da se govori o šteti u vrijednosti od najmanje 10 biliona dolara koju je ova kriza izazvala na globalnom nivou.

Tabela 3.6. Kretanje visine bruto društvenog proizvoda i stope rasta bruto društvenog proizvoda u Sjedinjenim Američkim Državama (2004-2011. godine)

Godina	Visina bruto društvenog proizvoda (u milijardama dolara)	Stope rasta bruto društvenog proizvoda, %
2004.	12.669	3,8
2005.	13.093	3,3
2006.	13.442	2,7
2007.	13.681	1,8
2008.	13.642	-0,3
2009.	13.263	-2,8
2010.	13.599	2,5
2011.	13.817	1,6

Izvor: *The World Bank* (14. mart 2016). www.data.worldbank.org.

²⁶⁸ U.S. Government Accounting Office (2013). *Financing Regulatory Reform: Financial Crisis Losses and Potential Impacts of the Dodd-Frank Act*, GAO-13-180.

²⁶⁹ Boyd, J. H. & Heitz, A. (2016). *The Social Costs and Benefits of Too-Big-To-Fail Banks: A "Bounding" Exercise*, *Journal of Banking & Finance*, Volume 68, str. 251-265.

²⁷⁰ Atkinson, T., Luttrell, D. & Rosenblum, H. (2013). *How Bad Was It? The Costs and Consequences of the 2007-2009. Financial Crisis*, Staff Papers, Federal Reserve of Dallas, No. 20, str. 19.

Jasno je na osnovu podataka iz Tabele 3.6. da je rast visine bruto društvenog proizvoda u godinama prije dužničke krize bio konstantan i da se efekti krize manifestuju ne samo kroz smanjenje visine bruto društvenog proizvoda u 2008. i 2009. godini već i kroz izgubljeni rast u narednim godinama, pošto je tek 2011. godine dostignut nivo bruto društvenog proizvoda u Sjedinjenim Američkim Državama od prije krize. Ipak, mora se uzeti u obzir i činjenica da je u periodu od 2001. do 2007. godine u Sjedinjenim Američkim Državama izgrađeno 12 miliona novih kuća, što prema prosječnoj cijeni od 200.000,00 dolara po objektu iznosi 2,4 biliona dolara (15% ukupnog bruto društvenog proizvoda koji su Sjedinjene Američke Države ostvarile u 2009. godini).²⁷¹

Ako bi se izračunao samo gubitak po osnovu neostvarenog rasta bruto društvenog proizvoda u Sjedinjenim Američkim Državama u periodu 2007-2011. godine, a kao osnovu uzmemo prosječnu stopu rasta bruto društvenog proizvoda u Sjedinjenim Američkim Državama u periodu 1996-2006. godine, koja iznosi 3,3%, i visinu bruto društvenog proizvoda u Sjedinjenim Američkim Državama iz 2006. godine od 13.681,00 milijardu dolara, dobijemo vrijednost izgubljenog bruto društvenog proizvoda u Sjedinjenim Američkim Državama u visini od 2,296 biliona dolara (Tabela 3.7).²⁷²

²⁷¹ Nayak, S. (2013). *The Global Financial Crisis: Genesis, Policy Response and Road Ahead*, Springer, New Delhi, India, str. 49.

²⁷² Vrijednost izgubljenog bruto društvenog proizvoda izračunata je na sledeći način: Razlika između prosječne stope rasta i ostvarene stope rasta bruto društvenog proizvoda X Visina bruto društvenog proizvoda u godini. Za godine u periodu od 2008. do 2013. kao osnova je uzimana visina bruto društvenog proizvoda uvećana za izgubljeni bruto društveni proizvod za prethodnu godinu.

Tabela 3.7. Visina izgubljenog bruto društvenog proizvoda u Sjedinjenim Američkim Državama (2007-2013. godina)

Godina	Visina bruto društvenog proizvoda u SAD (u milijardama dolara)	Stope rasta bruto društvenog proizvoda u SAD, %	Prosječna stopa rasta bruto društvenog proizvoda u SAD, 1996-2006, %	Razlika između prosječne stope rasta i ostvarene stope rasta bruto društvenog proizvoda, %	Visina izgubljenog bruto društvenog proizvoda (u milijardama dolara)*
2007.	13.681	1,8	3,3	1,5	205,21
2008.	13.642	-0,3	3,3	3,6	499,90
2009.	13.263	-2,8	3,3	6,1	877,55
2010.	13.599	2,5	3,3	0,8	122,10
2011.	13.817	1,6	3,3	1,7	261,56
2012.	14.137	2,3	3,3	1,0	156,47
2013.	14.451	2,2	3,3	1,1	173,84

Izvor: *The World Bank* (14. mart 2016). www.data.worldbank.org.

3.3.2. Posljedice svjetske finansijske krize iz 2008. godine

Ne postoji oblast ekonomije ili društva na koju svjetska finansijska kriza iz 2007-2008. godine nije ostavila posljedice. Stanje buma na investicionom tržištu neminovno vodi ka krizi ili recesiji, budući da je takvo permanentno stanje rasta jednostavno neodrživo na duži rok, kao što je navedeno u prethodnim poglavljima. Stanje euforije koje je izazvano pozitivnim ekonomskim rezultatima kompanija i privrede u Sjedinjenim Američkim Državama (visoke stope prinosa, stalni rast tražnje za proizvodima, rast bruto društvenog proizvoda), doveli su do ogromnog rasta balona hipotekarnog tržišta, a preko njega i do ogromnog rasta cijelog finansijskog sistema u Sjedinjenim Američkim Državama. Ukoliko u takvim uslovima postoje i regulatorne slabosti u funkcionisanju finansijskog sistema,

kriza postaje neizbježna.²⁷³ Dimenzije krize, koje su bile nezabilježene u svjetskoj historiji, zatresle su temelje liberalnog kapitalizma u razvijenim zemljama, kao i osnovne postulate postojećeg koncepta poslovnog morala i političke odgovornosti.

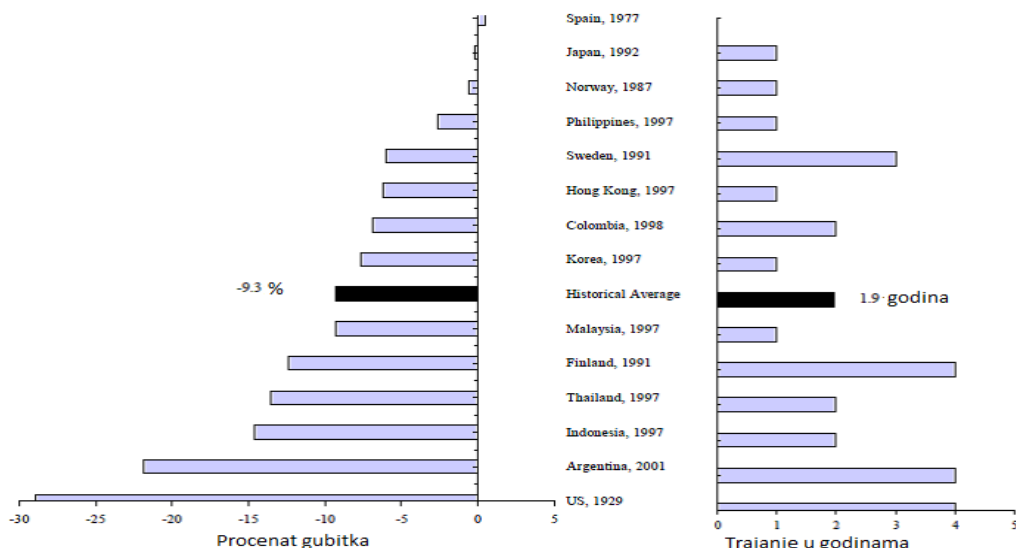
Kao posljedice koje je finansijska kriza ostavila iza sebe, mogu se izdvojiti sljedeće aktivnosti:

- usporavanje privrednog rasta;
- povećanje budžetskog deficita i rast spoljnog duga;
- dalji pad cijena nekretnina;
- kriza bankarskog sektora;
- drastičan pad berzanskih cijena;
- smanjenje stranih direktnih investicija;
- smanjena potrošnja domaćinstava;
- smanjenje aktivnosti kompanija;
- smanjenje obima trgovine;
- rast stope nezaposlenosti, siromaštva i broja aktiviranih hipoteka.

Usporavanje privrednog rasta u uslovima finansijske krize realnost je koja dolazi kao zbir svih navedenih posljedica.²⁷⁴ U Sjedinjenim Američkim Državama, u situaciji kad je dužnička kriza dovela do rasta nezaposlenosti, smanjene potrošnje i investicija, logičan slijed bio je i smanjenje stopa rasta bruto društvenog proizvoda. Prema Rajnhart i Rogoff (Reinhart & Rogoff, 2009), historijski gledano prosječan pad bruto društvenog proizvoda u uslovima krize iznosi -9,3%, a trajanje silaznog trenda kretanja bruto društvenog proizvoda iznosi 1,9 godina (Grafikon 3.19).

²⁷³ Taylor, J. B. (2009). *The Financial Crisis and The Policy Responses: An Empiric Analysis What Went Wrong*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 14631, Cambridge, USA, str. 27-28.

²⁷⁴ Keeley, B. & Love, P. (2010). *OECD Insight From Crisis To Recovery: The Causes, Course and Consequences of the Great Recession*, OECD, str. 34.



Grafikon 3.19. Procenat pada bruto društvenog proizvoda i dužina trajanja pada

Izvor: Reinhart C. M. & Rogoff S. K. (2009). The Aftermath of Financial Crisis, VBER Working Paper Series, WP 14656, Cambridge, str. 9

Državni deficit, kao razlika između budžetskih prihoda i rashoda u toku jedne godine, pokazuje značajna negativna pomjeranja u uslovima finansijske krize u jednoj zemlji. Dužnička kriza iz 2008. godine očekivano je izazvala i veliki rast ukupnog državnog deficita u Sjedinjenim Američkim Državama (koji uključuje deficit na svim nivoima uprave u Sjedinjenim Američkim Državama), koji ni ranijih godina, izuzev perioda od 1998. do 2000. godine, nije bio pozitivan (Tabela 3.8).

Tabela 3.8. Kretanje stope ukupnog državnog deficita u Sjedinjenim Američkim Državama
(2004-2013. godine)

Godina	Stopa državnog deficita u SAD, %
2004.	-5,44
2005.	-4,15
2006.	-2,97
2007.	-3,55
2008.	-7,02
2009.	-12,67
2010.	-12,01
2011.	-10,61
2012.	-8,86
2013.	-5,34

Izvor: *OECD* (23. mart 2016). www.data.oecd.org.

Visina javnog duga u Sjedinjenim Američkim Državama prati kretanje budžetskog deficita i, izuzev perioda stabilnog nivoa između 1990. i 2003. godine, kada se kretao u rasponu od 56-65%, slijedi period velikog rasta duga u godinama poslije krize iz 2008. godine, koji se stabilizovao tek 2013. godine (Tabela 3.9). Budući da toliki rast nije moglo da prati samo zaduživanje kod domaćih institucija, istovremeno se povećalo i učešće stranih lica u ukupnom javnom dugu Sjedinjenih Američkih Država.

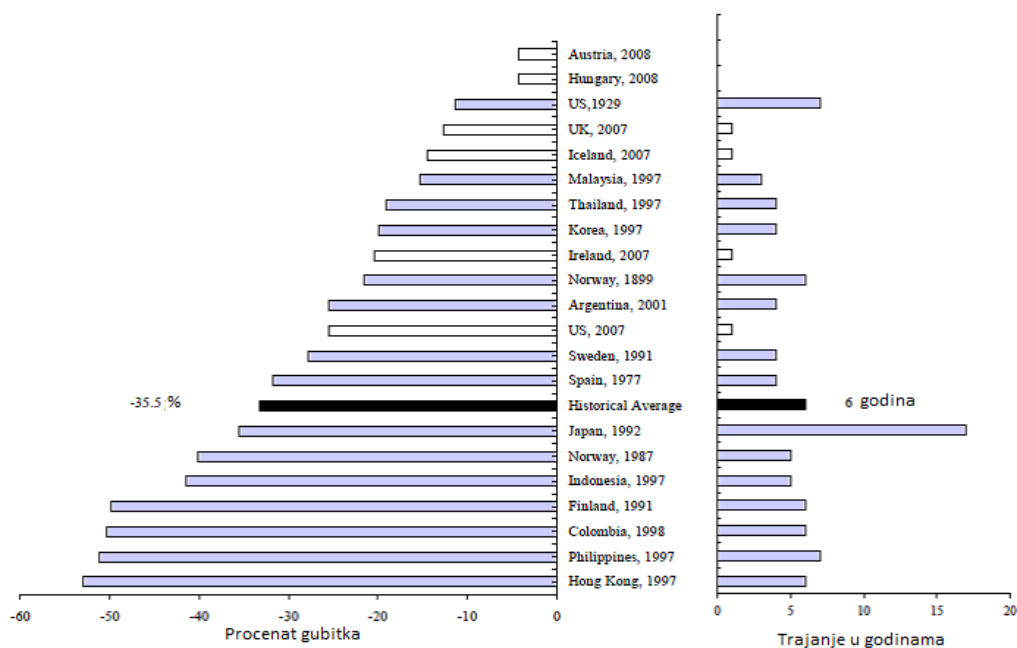
Tabela 3.9. Kretanje ukupnog javnog duga u Sjedinjenim Američkim Državama (2004-2013. godine)

Godina	Visina ukupnog javnog duga kao procent od BDP u SAD, %	Procenat javnog duga SAD u vlasništvu stranih lica, %
2004.	60,47	14,72
2005.	61,06	15,20
2006.	61,71	14,95
2007.	62,85	16,02
2008.	73,54	21,15
2009.	84,52	25,30
2010.	92,09	29,13
2011.	96,44	31,72
2012.	100,83	34,20
2013.	101,17	34,16

Izvor: *Federal Reserve Bank of St. Louis* (11. februar 2016). Economic Database (FRED).
www.research.stlouisfed.org.

Budući da su rast cijena nekretnina i sekjuritizacija hipotekarnog tržišta identifikovani kao jedan od ključnih razloga nastanka dužničke krize, logično je da je uslijedio drastičan pad cijena nekretnina i u godinama kada je privreda Sjedinjenih Američkih Država zvanično izašla iz recesije. Prosječan pad cijena nekretnina u Sjedinjenim Američkim Državama u periodu od jula 2006. do marta 2009. godine iznosio je 20,4%, a ako se period produži do februara 2012. godine dobije se još veći pad od 27,4%. Istorijski prosjek za trajanje pada cijena nekretnina izazvanih finansijskim krizama u svijetu iznosi 6 godina, kao i u slučaju Sjedinjenih Američkih Država. Pad cijena nekretnina prema istorijskom prosjeku iznosi

35,5%, tako da je hipotekarna kriza u Sjedinjenim Američkim Državama imala manji pad od svjetskog prosjeka, dok je najveći pad zabilježen tokom kriza u Hong Kongu, Filipinima, Poljskoj i Kolumbiji (Grafikon 3.20).²⁷⁵



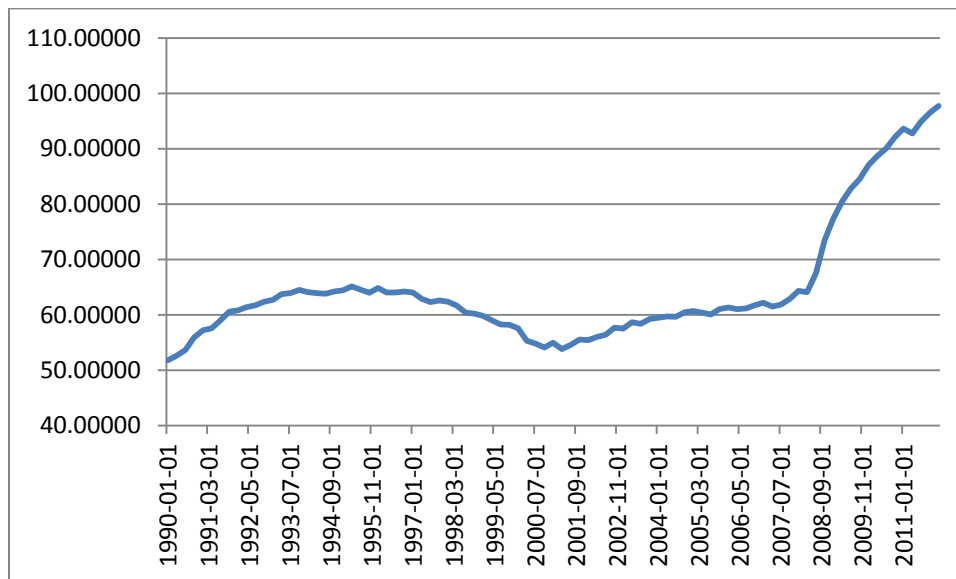
Grafikon 3.20. Procenat pada cijena nekretnina i dužina trajanja krize

Izvor: Reinhart C. M. & Rogoff K. S. (2009). *The Aftermath of Financial Crisis*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 14656, Cambridge, USA, str. 5

Glavni krivac, ali i velika žrtva ove krize bio je bankarski sektor, kako u Sjedinjenim Američkim Državama tako i u cijelom svijetu. Veliki broj banaka koji je bankrotirao ili ušao u probleme s likvidnošću u Sjedinjenim Američkim Državama učinio je čitav sektor veoma ranjivim. Poslije serije bankrotstava ili, u najboljem slučaju, preuzimanja problematičnih banaka od strane drugih finansijskih institucija, banke su postale veoma restriktivne u procesu odobravanja kredita stanovništvu i kompanijama, opredjeljujući se uglavnom za ulaganje u državne hartije koje su imale prinos blizu nultog nivoa. Istovremeno, aktivne kamatne stope postale su veoma visoke, s namjerom da odbiju

²⁷⁵ Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2009). *The Aftermath of Financial Crisis*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 14656, Cambridge, USA, str. 5.

visokorizične investicije. Pored toga, zabilježen je i visok rast učešća privatnog duga u odnosu na ukupni bruto društveni proizvod Sjedinjenih Američkih Država (Grafikon 3.21).



Grafikon 3.21. Kretanje privatnog duga u odnosu na bruto društveni proizvod u Sjedinjenim Američkim Državama (1990-2011. godina)

Izvor: *Federal Reserve Bank of St. Louis* (11. februar 2016). Economic Database (FRED).

www.research.stlouisfed.org

Jedan od ključnih parametara stanja u privredi je i kretanje berzanskih cijena i indeksa. U uslovima krize, budući da je riječ o likvidnoj, ali i najrizičnijoj aktivi, prodaja hartija od vrijednosti predstavlja prvi izbor investitora. Poučeni iskustvima iz ranijih kriza, svi već znaju da je tada najveći gubitak na tržištu kapitala i tu cijelo tržište počinje da pada i nema akcija koje rastu već samo onih akcija koje manje izgube na vrijednosti od ostalih. Kriza izazvana hipotekarnim kreditima nije bila izuzetak i veći broj, uglavnom finansijskih institucija doživio je potpuni berzanski kolaps kao posljedica panične prodaje akcija praćene velikim padom cijena u kratkom vremenskom periodu (Grafikon 3.22).



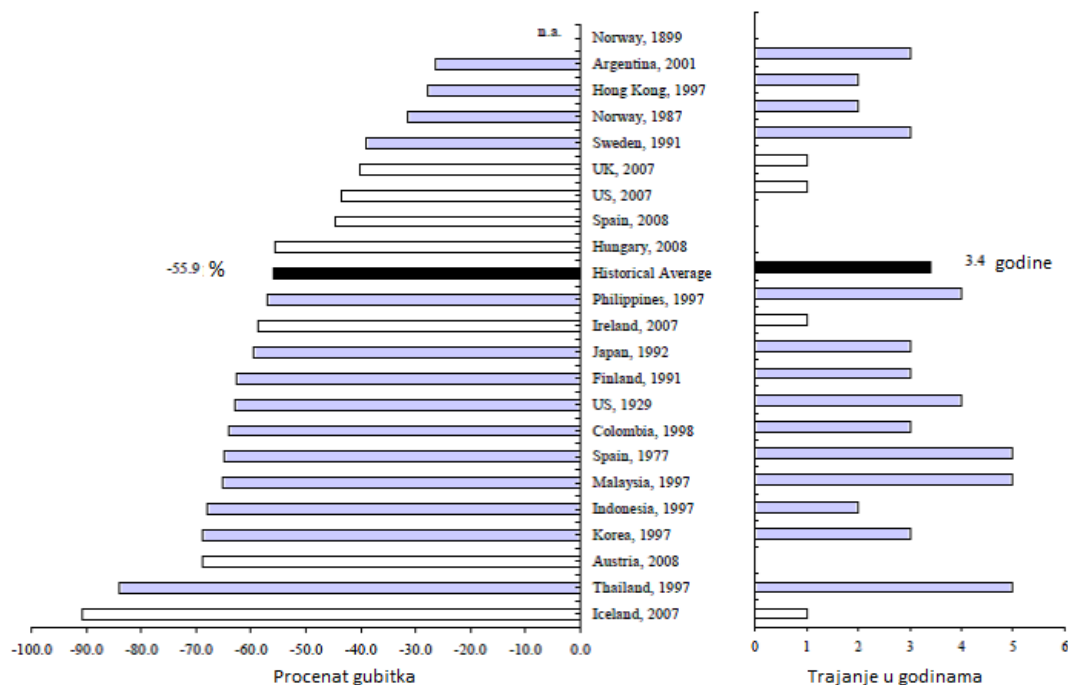
Grafikon 3.22. Kretanje Dau Džons Indeksa industrijskog prosjeka (2003-2013). godina²⁷⁶

Izvor: www.vincentabry.com (12. februar 2016)

Dau Džons indeks industrijskog prosjeka imao je 12. oktobra 2007. godine istorijsku vrijednost od 14.093 poena, da bi 6. marta 2009. godine, poslije 18 mjeseci krize, dostigao najnižu vrijednost od 6.626 poena (pad od -53%).²⁷⁷ Dana 5. marta 2013. godine Dau Džons indeks industrijskog prosjeka uspio je da se vrati na nivo od prije hipotekarne krize i postavi novu rekordnu vrijednost od 14.1764 poena (Grafikon 3.23). Istorijski prosjek pada berzanskih cijena u uslovima kriza iznosi -55,9%, dok trajanje tog negativnog ciklusa u prosjeku iznosi 3,4 godine (Grafikon 3.23). U slučaju Sjedinjenih Američkih Država dubina krize se uklapa u istorijski šablon, dok je oporavak do nivoa prije krize trajao skoro pet godina.

²⁷⁶ www.vincentabry.com (2013).

²⁷⁷ NYSE (12. februar 2016). www.nyse.org.



Grafikon 3.23. Procenat pada berzanskih indeksa tokom finansijskih kriza i dužina trajanja perioda oporavka berze

Izvor: Reinhart C. M. & Rogoff S. K. (2009). *The Aftermath of Financial Crisis*, VBER Working Paper Series, WP 14656, Cambridge, str. 6

Najveći pad cijena akcija zabilježen je na Islandu 2007. godine, kada je berzanski indeks Islandске berze akcija (engl. *Iceland Stock Exchange – ICEX*) pao sa 9.016 poena u julu 2007. godine na 643 poena na dan 16. oktobra 2008. godine (pad od 96% posmatrano u evrima).²⁷⁸ Prema prethodnom grafikonu može se zaključiti da je period oporavka berzi sve kraći kako se približava sadašnjem periodu, što se može tumačiti agresivnijim pristupom monetarnih vlasti i njihovim intervencijama na suzbijanju efekata kriza, kao i globalnom povezanošću finansijskih tržišta, gdje se drastičan pad cijena na berzama doživljava kao prilika za investiranje.

²⁷⁸ *Tradingeconomics.com* (2016). Iceland Stock Market, www.tradingeconomics.com

Bez obzira na to što predstavljaju najveću svjetsku privredu, Sjedinjene Američke Države su godinama među najvećim primaocima stranih direktnih investicija. Međutim, uticaj dužničke krize ostavio je posljedice i na ovaj privredni segment (Tabela 3.10).

Tabela 3.10. Visina stranih direktnih investicija u Sjedinjenim Američkim Državama (2004-2013)

Godina	Strane direktne investicije, u milijardama dolara
2004.	145,966
2005.	112,638
2006.	243,151
2007.	221,165
2008.	310,092
2009.	150,442
2010.	205,850
2011.	230,225
2012.	166,410
2013.	193,360

Izvor: *Federal Reserve Bank of St. Louis* (13. februar 2016). Economic Database (FRED), www.research.stlouisfed.org.

Rast koji je uslijedio u godinama prije dužničke krize bio je povezan i sa ekspanzijom tog tržišta i do 2013. godine nije dostigao nivo od 2008. godine. Razlog je, pored straha od novih problema u američkoj privredi, i u globalnom padu investiranja kao rezultatu internacionalizacije ove krize, kao i krize koja je pogodila Evropsku uniju 2010. godine.

U uslovima smanjenih cijena nekretnina i berzanskih cijena, veliki broj domaćinstava ušao je u probleme s prihodima na koje je mogao da računa, tako da je došlo do smanjenja

potrošnje. Pored toga, strah od budućih ekonomskih problema (nesigurnost vezana za rast cijena imovine u budućnosti) doveo je do suzdržavanja u potrošnji skupljih proizvoda, poput automobila ili televizora. Smanjenje povjerenja potrošača u privredni rast dovodi do pada potrošnje u skoro svim oblastima (više se kupuju jeftiniji domaći proizvodi nego skuplji strani, manje se putuje u inostranstvo, itd.) – Tabela 3.11.

Tabela 3.11. Godišnje kretanje stopa potrošnje domaćinstava u Sjedinjenim Američkim Državama (2004-2013. godine)

Godina	Godišnja stopa rasta potrošnje domaćinstava, %
2004.	3,8
2005.	3,5
2006.	3,0
2007.	2,2
2008.	-0,3
2009.	-1,6
2010.	1,9
2011.	2,3
2012.	1,6
2013.	2,8

Izvor: *The World Bank* (15. februar 2016). www.data.worldbank.org.

Tokom hipotekarne krize, indeks povjerenja potrošača (engl. *Consumer Confidence Index*), koji se mjeri u razvijenim zemljama i pokazuje kako građani vide svoju perspektivu i perspektivu svoje zemlje u narednih 12 mjeseci, pao je na najniži nivo u posljednjih 30 godina (Tabela 3.12). Možemo da vidimo da je tek 2014. godine vraćen na nivo prije početka krize, što pokazuje da su iznevjerena očekivanja i pretjerani entuzijazam u vrijeme krize ostavili velike posljedice na ponašanje potrošača i investitora.

Tabela 3.12. Kretanje indeksa povjerenja potrošača u Sjedinjenim Američkim Državama
(2004-2013. godine)

Godina	Indeks povjerenja potrošača*
2004.	101,1
2005.	100,1
2006.	100,8
2007.	98,9
2008.	96,7
2009.	98,3
2010.	98,5
2011.	98,0
2012.	98,9
2013.	99,2

* Dugogodišnji prosjek = 100

Izvor: *OECD* (15. februar 2016). www.data.oecd.org.

Zbog smanjene potrošačke moći stanovništva i rasta kamatnih stopa, kao i restriktivnije kreditne politike banaka, kompanije su bile veoma oprezne u vezi s novim investicijama, što je dovelo do smanjenje potrošnje kompanija.

Indeks povjerenja kompanija u Sjedinjenim Američkim Državama (engl. *Company Confidence Index*). koji se zasniva na kompanijskoj procjeni visine proizvodnje, narudžbi i zaliha, kao i tekućoj poslovnoj klimi i očekivanjima bliske budućnosti, prikazan je u Tabeli 3.13. Interesantno je da je ovaj indeks za kompanije 2008. godine bio niži nego kod građana, ali i da se već 2009. godine oporavio iznad dugogodišnjeg prosjeka, te da je imao pad 2001-2012. godine.

Tabela 3.13. Kretanje korporativnog indeksa povjerenja u Sjedinjenim Američkim Državama (2004-2012. godine)

Godina	Indeks korporativnog povjerenja*
2004.	100,88
2005.	100,62
2006.	99,43
2007.	99,21
2008.	96,02
2009.	100,56
2010.	101,19
2011.	99,85
2012.	99,51
2013.	100,39

*Dugogodišnji prosjek = 100

Izvor: *OECD* (15. februar 2016). www.data.oecd.org.

Kao posljedica smanjene potrošnje, povjerenja potrošača i kompanija, te krize u bankarskom sektoru, došlo je i do smanjenja trgovinske razmjene (i unutrašnje i spoljašnje). U Sjedinjenim Američkim Državama primjetan je pad uvoza i izvoza, kao posljedica krize drugorazrednih hipotekarnih kredita koja je eskalirala 2008. godine, kada je zabilježen pad uvoza od 26%, a izvoza za 18,7% (Tabela 3.14).

Tabela 3.14. Kretanje uvoza i izvoza u Sjedinjenim Američkim Državama (2004-2014. godine)

Godina	Ukupan uvoz, milijardi dolara	Ukupan izvoz, milijardi dolara
2004.	1.525,268	817.905
2005.	1.732,320	904.339
2006.	1.918,997	1.037,029
2007.	2.017,120	1.162,538
2008.	2.164,814	1.299,898
2009.	1.601,895	1.056,712
2010.	1.912,235	1.278,099
2011.	2.205,556	1.481,682
2012.	2.274,461	1.544,932
2013.	2.265,911	1.577,587
2014.	2.346,050	1.619,742

Izvor: *The World Bank* (15. februar 2016). www.wits.worldbank.org.

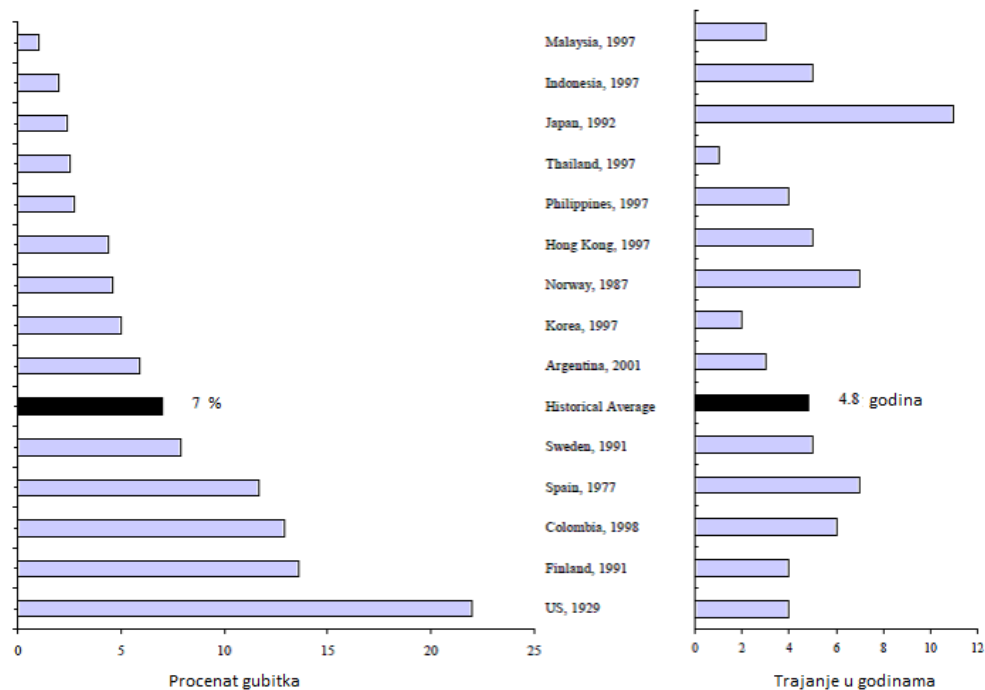
Kao posljedica ekonomskih problema logičan rezultat je i povećanje nezaposlenosti. Smanjenje troškova putem otpuštanja radne snage, kao rezultat manje potrošnje i izvoznih mogućnosti, uvijek je bila opcija kompanija koje se bore za opstanak. Većina zemalja imala je relativno stabilne stope nezaposlenosti u godinama prije krize, ali je onda zabilježen visoki rast, koji se tek od 2011. godine počeo smanjivati (Tabela 3.15). Sa rastom nezaposlenosti povećao se i broj siromašnih i beskućnika, kojima su kuće oduzeli kreditori, što je stopu nezaposlenosti vrlo dugo držalo na izrazito visokom nivou za privredu Sjedinjenih Američkih Država.

Tabela 3.15. Stopa nezaposlenosti u Sjedinjenim Američkim Državama 2004-2013. godina

Godina	Stopa nezaposlenosti, %
2004.	5,6
2005.	5,2
2006.	4,7
2007.	4,7
2008.	5,9
2009.	9,4
2010.	9,7
2011.	9,0
2012.	8,2
2013.	7,4

Izvor: *The World Bank* (15. februar 2016). www.wits.worldbank.org.

Stopa nezaposlenosti povećana je za 3,6 procentna poena u toku 2009. godine, što je posljedica bankrotstva velikih banaka i kompanija (Liman braders, Ber Šterns, Dženeral motors, Ford). Prema istraživanju finansijskih kriza iz prošlosti, prosječan rast stope nezaposlenosti u uslovima finansijskih kriza u istoriji kreće se oko 7 procentnih poena, a prosječno je potrebno da prođe 4,8 godina prije oporavka tržišta rada u zemlji pogođenoj krizom (Grafikon 3.24).



Grafikon 3.24. Procenat rasta nezaposlenosti tokom finansijskih kriza i dužina trajanja perioda oporavka tržišta rada

Izvor: Reinhart C. M. & Rogoff S. K. (2009). *The Aftermath of Financial Crisis*, VBER Working Paper Series, WP 14656, Cambridge, str. 7

Posljedice dužničke krize ostavile su značajne posljedice na privredu i društvo u Sjedinjenim Američkim Državama. Iz perioda prosperiteta i rasta, koji je izgledao kao da nema kraja, došao je krah i kolaps čitavog sistema. Iako su slični primjeri kriza već bili viđeni u prošlosti, očito da nije postojalo dovoljno znanja ni volje da se ova kriza na vrijeme spriječi.

3.3.3. Internacionalizacija finansijske krize iz 2008. godine

Budući da je finansijska kriza izbila u najvećoj svjetskoj ekonomiji 2008. godine, kada je globalizacija dostigla svoj vrhunac u tehnološkom i društvenom smislu, logično je i da su se posljedice velikom brzinom i intenzitetom proširile po cijelom svijetu. Globalizacija predstavlja proces transformacije lokalnih ili regionalnih fenomena u globalne, dok proces ekonomske globalizacije čini integracija nacionalnih ekonomija u međunarodnu ekonomiju putem direktnih stranih investicija, slobodnog kretanja kapitala, migraciju radno sposobnog stanovništva i dostupnost i širenje tehnoloških inovacija.²⁷⁹ Ona se definiše i kao razvoj povezanih svjetskih ekonomija putem slobodne trgovine, slobodnog kretanja kapitala i iskorišćavanja jeftine strane radne snage.²⁸⁰ Ne postoji zemlja u svijetu koja nije osjetila posljedice finansijske krize iz 2008. godine, tako da je potpuno opravdano njeno imenovanje kao prve krize globalizacije.²⁸¹

Neoliberalni koncept koji je postao primaran ekonomski model u Sjedinjenim Američkim Državama i Velikoj Britaniji u svojoj osnovi ima davanje što više slobode tržištu uz što slobodnije kretanje kapitala i manje miješanje države. Principi neoliberalizma, a može se reći i globalizacije, mogu se sagledati putem stavova iznesenih u principima koji se nazivaju Vašingtonski konsenzus, koje je definisao britanski ekonomista Džon Vilijamson 1989. godine, a detaljnije objasnio u Vilijamson (Williamson, 2004)²⁸²:

- jačanje fiskalne discipline: jačanje budžetskih prihoda i smanjenje budžetskog deficita;
- preusmjeravanje javne potrošnje: davanje prioriteta investicijama koje obezbjeđuju razvoj i smanjuju siromaštvo;

²⁷⁹ Vasiljević, B. (2012). Globalizacija i neoliberalizam, *Nova srpska politička misao*, www.nspm.rs.

²⁸⁰ Merriam Webster (13. novembar 2015). www.merriam-webster.com.

²⁸¹ Brown, G. (2010). *Beyond the Crash: Overcoming the First Crisis of Globalization*, Free Press, New York, USA, str. 4-25.

²⁸² Williamson, J. (2004). *A Short History of a Washington Consensus*, Paper commissioned by Fundación CIDOB for a conference "From the Washington Consensus towards a new Global Governance", Barcelona, Spain, www.iie.com.

- poreska reforma: povećavanje poreske osnove sa smanjivanjem visine poreskih stopa;
- finansijska liberalizacije: smanjivanje ograničavanja vezanih za finansijski sistem, lakše uvođenje finansijskih inovacija, liberalizacija kamatnih stopa i postojanje kvalitetnije supervizije;
- slobodno formiranje deviznog kursa: ograničavanje državnog miješanja kod politike deviznog kursa (ili, kako je navedeno, postojanje ili fiksnog deviznog kursa ili potpuno slobodnog formiranja deviznog kursa);
- liberalizacija trgovine: omogućavanje konkurentnog prisustva na stranim tržištima;
- liberalizacija stranih direktnih investicija: omogućavanje ravnopravne pozicije stranih investitora u odnosu na domaće;
- privatizacija: prodaja kompanija u vlasništvu države, praćena poštenim i konkurentnim modelom privatizacije;
- deregulacija: smanjenje zakonskih barijera kod ulaska i izlaska stranog kapitala, bez ograničenja, osim onih vezanih za posebne oblasti (vojna industrija, zaštita prirodne sredine, itd.);
- zaštita imovinskih i intelektualnih prava: pod jednakim uslovima za domaće i strane investitore.

Naziv grada Vašingtona u ovoj doktrini predstavlja vezu sa finansijskim i političkim institucijama koje imaju sjedište u glavnom gradu Sjedinjenih Američkih Država, poput Svjetske banke, Međunarodnog monetarnog fonda, Federalnih rezervi, kao i Bijele kuće i Kongresa Sjedinjenih Američkih Država, koji imaju veliki uticaj na globalna kretanja u ovim oblastima. Jasno je da koncept neoliberalizma u svojoj osnovi ima dalje jačanje uticaja bogatih i snažnih ekonomija, izjednačavajući slobodu kretanja građana sa slobodom kretanja kapitala, iako kapital, za razliku od ljudi koji su u osnovi jednaki, nije isti i iza sebe krije neravnomerni odnos između bogatih i siromašnih vlasnika kapitala.²⁸³

²⁸³ Noam Chomsky (interviewed by Maria Ahmed). (2006). Globalization, *Global Agenda*, <https://chomsky.info/2006>.

U praksi, neoliberalizam predstavlja set ekonomskih politika iza kojih stoji interes krupnog kapitala i ideja neokolonijalizma zasnovanog na ekonomskoj potčinjenosti, i koji uključuje, pa čak i zahtjeva, pored gore navedenih teorijskih premisa, i realne reforme:

- potpuno oslobađanje privatnih kompanija bilo kakvih državnih ograničenja, bez obzira na potencijalnu socijalnu štetu;
- ukidanje radničkih prava i potpunu slobodu poslodavaca u zapošljavanju i otpuštanju zaposlenih;
- ukidanje kontrolisanja cijena robe i usluga;
- smanjenje javnih investicija za socijalne usluge (obrazovanje, zdravstvene usluge, siromašne slojeve stanovništva), na ime smanjenja uloge države;
- smanjenje državne regulacije u svim oblastima gdje ona može da dovede do smanjenja profita, bez obzira na društveni značaj;
- privatizacija svih državnih preduzeća, u svim oblastima, uključujući i bolnice, škole, vodu za piće;
- ukidanje koncepta “javnog dobra“ i “zajedničkog interesa“ u korist “individualne odgovornosti”.

Razvoj međunarodne trgovine vijekovima unazad, preko internacionalizacije bankarskog sistema, zajedno sa brojnim tehnološkim inovacijama doveo je do povezivanja svjetskih ekonomija u jedan sistem u kojem su slobodno kretanje kapitala i ujednačena pravila poslovanja olakšali obavljanje poslova i investiranje. Rast svjetske trgovine, veliki broj stranih banaka i kompanija koje su prisutne u Sjedinjenim Američkim Državama, kao i investiranje u državne obveznice Sjedinjenih Američkih Država od strane drugih država, dovelo je do stanja u kojem je visok budžetski deficit Sjedinjenih Američkih Država i Velike Britanije smatran za lako održivo stanje.

Kina je bila veliki investitor u američke državne obveznice prije dužničke krize, obezbijevši tako ogromne količine jeftinog novca za kreditiranje američke privrede.²⁸⁴ Međutim, nisu sve zemlje prihvatile koncept neoliberalizma kao jedini ispravan, prije svega Njemačka, ali i najrazvijenije zemlje u razvoju (Brazil, Rusija, Indija, Kina i Južna Afrika). U zavisnosti od izloženosti globalizaciji na principima neoliberalizma, razlikovali su se i efekti dužničke krize u najrazvijenijim zemljama svijeta.

Ako posmatramo kako je internacionalizovana dužnička kriza, možemo da identifikujemo sledeće oblasti:

- usporavanje globalnog privrednog rasta,
- povećanje budžetskog deficita,
- pad cijena nekretnina,
- kriza bankarskog sektora,
- smanjenje stranih direktnih investicija,
- smanjenje obima trgovine,
- rast stope nezaposlenosti.

Visina svjetskog bruto društvenog proizvoda pokazuje globalne trendove kretanja svjetske ekonomije. Finansijska kriza iz 2008. godine predstavljala je veliki udarac za svjetsku ekonomiju, koja je do tada imala velike stope rasta zahvaljujući rastu međunarodne trgovine i direktnih stranih investicija. Velike količine jeftinog novca bile su prisutne na globalnom nivou i taj rast globalne likvidnosti prosto je tražio stalno nove investicije, koje su postajale i sve rizičnije. Period visokog rasta bio je naglo prekinut 2009. godine, kada je zabilježen pad od 5,20% na globalnom nivou (ili smanjenje od 3,28 biliona dolara u odnosu na vrijednost globalnog bruto društvenog proizvoda za 2008. godinu) – Tabela 3.16. Finansijski razvoj i finansijska integracija koje se dešavala u godinama prije dužničke krize imali su veoma bitan uticaj na brži i snažniji razvoj svih svjetskih ekonomija, pa i onih

²⁸⁴ Higgot, R. (2012). *The Theory and Practice of Global Economic Governance in the Early Twenty-First Century: The Limits of Multilateralism*, in: Grant W. & Wilson G. K. (eds). *The Consequences of the Global Financial Crisis: The Rethoric of Reform and Regulation*, Oxford University Press, Oxford, United Kingdom, str. 15-24.

najrazvijenijih. Ekonomski uticaj sve većeg stepena globalnog povezivanja bio je zaslužan u periodu od 1999. do 2008. godine za 4,7% od ostvarenog ekonomskog rasta u zemljama Evropske unije.²⁸⁵

Tabela 3.16. Kretanje globalnog bruto društvenog proizvoda (2004-2013)

Godina	Ukupan bruto društveni proizvod, u milijardama dolara	Stope rasta globalnog bruto društvenog proizvoda, %
2004.	43.464	13,11
2005.	47.034	8,21
2006.	50.971	8,37
2007.	57.452	12,71
2008.	62.983	9,62
2009.	59.705	-5,20
2010.	65.489	9,69
2011.	72.572	10,82
2012.	74.042	2,02
2013.	76.124	2,81

Izvor: *The World Bank* (18. februar 2016). www.wits.worldbank.org.

Zemlje koje imaju veoma jaku povezanost sa američkom privredom, poput Velike Britanije, Japana, Njemačke, Italije, zabilježile su visok pad bruto društvenog proizvoda, dok je pad bruto društvenog proizvoda Rusije bio povezan najviše s padom cijena nafte. Kina i Indija su zadržale pozitivne stope rasta (Brazil je bio na granici) iako su zabilježile visok pad, kao posljedicu smanjene potrošnje u razvijenim zemljama. Brazil, Rusija, Kina i Indija su se već 2010. godine vratili na visok nivo rasta bruto društvenog proizvoda, kao i

²⁸⁵ Radoselovics, J. F. d G. & Villarroya, J. M. (2010). *Financial Crisis, Financial Integration and Economic Growth: The European Case*, Fundacion BBVA, Bilbao, Spain, str. 32.

Njemačka, dok su druge zemlje i dalje ostale pod velikim uticajem posljedica krize (Tabela 3.17). Ovakav razvoj situacije povezan je sa pristupom monetarnoj politici koji nije slijedio neoliberalizam kao polazište, kao i većoj ulozi države u privrednom životu ovih zemalja. Povezanost deviznog tržišta i tržišta sirovina predstavlja još jedan od kanala kojim se prenose potresi na najvećem svjetskom tržištu na ostale zemlje, dok je potražnja za zlatom rezultirala u rastu njegove cijene od 40% u periodu od 2008. do 2010. godine.²⁸⁶

Tabela 3.17. Kretanje stopa rasta bruto društvenog proizvoda u deset najrazvijenijih zemalja svijeta (2004-2012. godine)

Godina	SAD	Kina	Japan	Njemačka	Velika Britanija	Francuska	Brazil	Italija	Indija	Rusija
2004.	3,8	10,1	2,4	1,2	2,5	2,8	5,8	1,6	7,9	7,2
2005.	3,3	11,4	1,3	0,7	3,0	1,6	3,2	0,9	9,3	6,4
2006.	2,7	12,7	1,7	3,7	2,7	2,4	4,0	2,0	9,3	8,2
2007.	1,8	14,2	2,2	3,3	2,6	2,4	6,1	1,5	9,8	8,5
2008.	-0,3	9,6	-1,0	1,1	-0,5	0,2	5,1	-1,0	3,9	5,2
2009.	-2,8	9,2	-5,5	-5,6	-4,2	-2,9	-0,1	-5,5	8,5	-7,8
2010.	2,5	10,6	4,7	4,1	1,5	2,0	7,5	1,7	10,3	4,5
2011.	1,6	9,5	-0,5	3,7	2,0	2,1	3,9	0,6	6,6	4,3
2012.	2,3	7,8	1,8	0,4	1,2	0,2	1,9	-2,8	5,1	3,4

Izvor: *The World Bank* (16. februar 2016). [www.databank.worldbank.org](http://databank.worldbank.org).

²⁸⁶ *Goldprice.org* (2016). <http://goldprice.org/spot-gold.html>

Ukupne obaveze koje su preuzele Sjedinjene Američke Države da bi sanirale posljedice globalne finansijske krize dostigle su visinu od 90 biliona dolara u 2009. godini,²⁸⁷ što je premašilo visinu ukupnog svjetskog bruto društvenog proizvoda (Tabela 3.18). Visok nivo trgovinskog deficita i tekućeg računa platnog bilansa posebno je opteretio privrede razvijenih zemalja, dok su zemlje BRIC bile adresa tzv. vrućeg novca koji je išao za visokim kamatnim stopama.²⁸⁸

Tabela 3.18. Kretanje stopa visine ukupnog državnog deficita u odnosu na bruto društveni proizvod kod najrazvijenijih zemalja svijeta (2004-2013)

Godina	SAD	Kina	Japan	Njemačka	Velika Britanija	Francuska	Italija	Rusija
2004.	-5,44	-0,94	-5,95	-3,74	-3,59	-3,49	-3,57	6,05
2005.	-4,15	-0,50	-4,81	-3,42	-3,53	-3,17	-4,17	6,02
2006.	-2,97	0,82	-1,28	-1,72	-2,91	-2,34	-3,59	8,33
2007.	-3,55	2,94	-2,09	0,19	-2,99	-2,54	-1,53	5,58
2008.	-7,02	1,25	-1,86	-0,18	-5,06	-3,18	-2,69	7,25
2009.	-12,67	0,11	-8,84	-3,23	-10,77	-7,16	-5,27	-4,00
2010.	-12,01	1,45	-8,30	-4,22	-9,70	-6,79	-4,25	-1,22
2011.	-10,61	1,47	-8,81	-0,96	-7,71	-5,10	-3,48	3,78
2012.	-8,86	1,26	-8,66	-0,09	-8,32	-4,81	-2,98	2,47
2013.	-5,34	0,75	-7,68	-0,11	-5,68	-4,08	-2,95	0,28

Izvor: *OECD* (15. februar 2016). www.data.oecd.org.

²⁸⁷ Arefi, M. (2011). *The Subprime Crisis: The Crisis of Over-Spending and Over-Supply*, UN-HABITAT, Nairobi, Kenia, str. 5.

²⁸⁸ Nanto, D. K. (2009). *The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications*, Congressional Research Service, Washington D.C., USA, str. 32.

Pad cijena nekretnina, koji je u Sjedinjenim Američkim Državama dostigao najniži nivo od 27%, ostavio je posljedice na tržište nekretnina širom svijeta. Finansijski sistem utiče na tržište nekretnina prvenstveno preko kamatnih stopa, koje prate likvidnost u bankarskom sektoru i kretanja na globalnom tržištu. Kamatne stope imaju uticaj kako na kupce nekretnina tako i na investitore i građevinske firme. U uslovima niskih kamatnih stopa, kao u slučaju hipotekarne krize, jeftini krediti uticali su na rast tražnje na tržištu nekretnina, što je povećalo i cijene. Kada je došlo do rasta kamatnih stopa, smanjena tražnja oborila je cijene nekretnina, što je uz pogoršane uslove otplate kredita dovelo do propasti hipotekarnog tržišta.²⁸⁹ Bivši predsjednik Federalnih rezervi Sjedinjenih Američkih Država Pol Volker (engl. *Paul Valker*) predložio je, da bi se spriječili ponovni slučajevi hipotekarne krize, da banke odvojeno u svojim bilansima vode sopstvene investicije u nekretnine ili hipotekarne proizvode od kredita koje daju za kupovinu nekretnina.²⁹⁰

Sličan model kretanja cijena nekretnina imalo je i tržište nekretnina u Velikoj Britaniji. Period rasta ovih cijena u prvoj deceniji XXI vijeka bio je manje zasnovan na kupovini novih kuća od strane budućih vlasnika, a više kao posljedica novih investitora u toj oblasti, zahvaljujući povoljnim kamatnim stopama (koje su privukle i određeni broj drugorazrednih zajmoprimaca). Uticaj američke hipotekarne krize bio je vidljiv kroz smanjenu dostupnost kredita za kupovinu nekretnina i refinansiranje, više nego kroz direktnu povezanost s hipotekarnim tržištem u Sjedinjenim Američkim Državama. Dodatno olakšanje koje je pomoglo da ovo tržište ne doživi kolaps predstavljala je mogućnost da zajmoprimci prepuste banci svoju nekretninu i nastave da je koriste plaćajući banci rentu. Sa druge strane, Njemačka, iako jedna od najvećih svjetskih ekonomija sa jakim vezama sa privredama Sjedinjenih Američkih Država i Velike Britanije, nije osjetila značajnije potrese na tržištu nekretnina zahvaljujući kombinaciji stabilnog nivoa kamatnih stopa i zakonske

²⁸⁹ Chang, C-O & Chen, M-C, (2014). *Construction financing in Taiwan: current state and policy regime*, in: Wachter, S., Cho, M. & Tcha, M. J. (eds), *The Global Financial Crisis and Housing: A New Policy Paradigm*, Korea Development Institute, Seoul by Edward Elgar Publishing Limited, Chentelham, United Kingdom, str. 180.

²⁹⁰ Dubel, H-J. (2014). *Transatlantic mortgage credit boom and bust – the impact of the market structure and regulation*, in: Wachter S., Cho, M. & Tcha, M. J. (eds), *The Global Financial Crisis and Housing: A New Policy Paradigm*, Korea Development Institute, Seoul by Edward Elgar Publishing Limited, Chentelham, United Kingdom, str. 141.

regulative. Rusko tržište nekretnina bilježilo je visok rast kao posljedicu rasta izvoza i cijena sirovina, dok je pad bio pod uticajem finansijske nestabilnosti izazvane krizom drugorazrednih kredita, ali i padom cijena sirovina. Kinesko tržište nekretnina bilo je u skoro konstantnom rastu i vrlo kratak period zastoja u jeku ove krize veoma je brzo prevaziđen. Stroga bankarska procedura kod dobijanja hipotekarnih kredita, nizak nivo sekjuritizacije i aktivna uloga države u kontrolisanju rizika od pojave hipotekarne krize, održali su visok kvalitet ovog tržišta, a pored konstantnog rasta domaće tražnje sve više stranih investitora preuzimalo je aktivnu ulogu na kineskom tržištu nekretnina. U Brazilu je kombinacija stabilizacije inflacije, niskih kamatnih stopa, rasta prihoda domaćinstava i stimulativnih zakonskih propisa omogućila veliki rast hipotekarnog tržišta i time i rasta cijena nekretnina, posebno u slučaju manjih stambenih jedinica.²⁹¹ Kretanje cijena nekretnina u najrazvijenijim zemljama predstavljeno je u Tabeli 3.19.

²⁹¹ Bardhan, A., Edelstein, R. H. & Kroll, C. A. (2012). *The Financial Crisis and Housing Markets Worldwide: Similarities, Differences, and Comparisons*, in: Bardhan, A., Edelstein, R. H. & Kroll, C. A. (eds), *Global Housing Markets: Crisis, Policies, and Institutions*, John Wiley & Sons, Hoboken, Chapter 1.

Tabela 3.19. Indeks kretanja cijena nekretnina u razvijenim zemljama (2004-2013. godine)*

Godina	SAD	Kina	Japan	Njemačka	Velika Britanija	Francuska	Brazil	Italija	Rusija
2005.	114,0	106,5	95,8	99,4	102,2	114,8		106,9	123,6
2006.	116,6	112,2	93,8	99,9	111,5	126,2		113,3	204,0
2007.	111,3	123,6	93,2	100,6	122,4	133,2	100,0	118,7	263,0
2008.	99,1	124,2	91,7	101,3	111,8	128,1	112,2	117,2	314,3
2009.	93,9	131,4	88,5	102,9	112,2	122,7	135,6	113,3	293,5
2010.	90,3	144,5	90,3	106,1	116,5	132,2	170,6	113,5	331,5
2011.	87,1	152,8	89,3	113,7	116,0	137,0	217,7	113,9	265,3
2012.	91,8	151,8	89,0	119,2	118,6	134,3	248,1	108,1	309,0
2013.	101,8	168,6	91,5	127,4	125,1	131,8	279,5	102,4	308,8
2014.	106,4	165,9	92,0	133,3	137,6	128,6	300,4	98,6	317,3

*Q4 2004. godine = 100, za Brazil je 2008. godina bazna godina

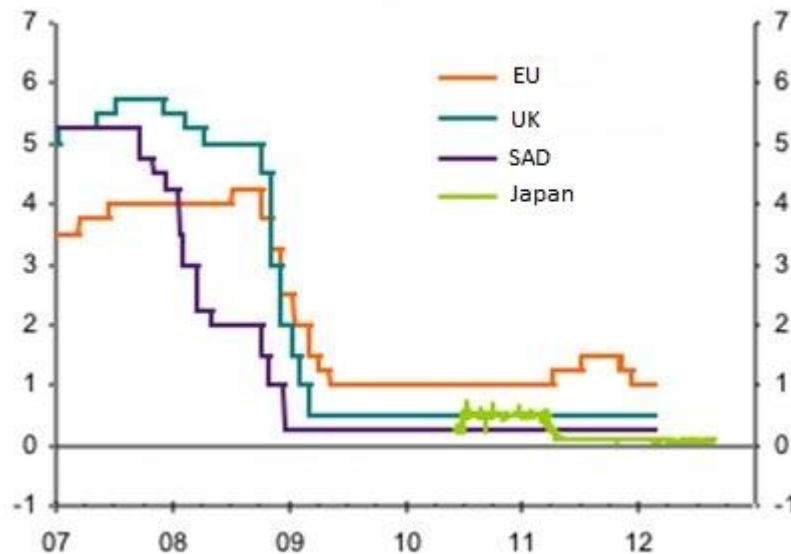
Izvor: Global House Prices (14. april 2016). *The Economist*, www.economist.com.

Dužnička kriza iz 2008. godine može da se nazove i bankarskom krizom pošto su banke i finansijske institucije bile i inicijatori, ali i najveće žrtve. Tržište sekjuritizovanim hipotekarnim kreditima predstavljalo je u ljeto 2007. godine svega 3% od ukupne finansijske aktive u Sjedinjenim Američkim Državama, ali je uspjelo da napravi ogroman potres u globalnom bankarskom sistemu. Kriza se širila zahvaljujući prethodno dostignutoj visokoj međunarodnoj likvidnosti, koja je postala globalni fenomen, a kanali njenog prenošenja nalazili su se u povezanosti banaka širom svijeta, između bankarskog i realnog sistema u svijetu, kao i u povezanosti globalnog realnog sektora. Korelacija uticaja

makroekonomskih faktora u kretanju bankarske aktive iznosila je 2007. godine 62%, da bi od jula 2007. do septembra 2008. godine dostigla nivo od 77%, posebno u analizi izloženosti riziku poslovanja. Ova korelacija može se posmatrati i na globalnom nivou, gdje ona nije utvrđena kao posljedica makroekonomskih poremećaja već kao posljedica rastućeg straha od kvaliteta bankarskih portfolija i investicija u hartije od vrijednosti, što je došlo kao rezultat niskog nivoa transparentnosti od strane bankarskog sektora (više u Ajkengrin i dr. (Eichengreen et all, 2009)).²⁹²

Smanjenje kamatnih stopa u Sjedinjenim Američkim Državama, koje predstavljaju reper za formiranje kamatnih stopa širom svijeta, uticalo je na globalnu pojavu pojačane kreditne aktivnosti, nižih premija na rizik, povećanje berzanskih cijena i smanjenje kvaliteta odobrenih kredita. Do oktobra 2008. godine referentna kamatna stopa u Sjedinjenim Američkim Državama pala je na 1%, a u koordinisanoj akciji najvećih svjetskih privreda, centralne banke Engleske, Kine, Kanade, Švajcarske i Evropska centralna banka takođe su snizile kamatne stope i nastavile da podižu likvidnost emisijom novca (Grafikon 3.25). Radilo se o zajedničkom naporu da se pad globalne proizvodnje, izvoza i kreditne aktivnosti što prije zaustavi i da se recesija, u kojoj su se našle najrazvijenije zemlje svijeta, okonča sa što manjim posljedicama.

²⁹² Eichengreen, Barry, Mody, A., Nedeljkovic, M. & Sarno, L. (2009). *How the Subprime Crisis Went Global: Evidence from Bank Credit Default Swap Spreads*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 14904. Cambridge, USA, str. 2.



Grafikon 3.25. Kretanje kamatnih stopa centralnih banaka u najrazvijenijim zemljama (2007-2012)

Izvor: Alphantery E. (2012). *The Euro Crisis*, Fondation Robert Schuman, European Issue, No 240, www.robert-schuman.eu

Ovakav potez Federalnih rezervi Sjedinjenih Američkih Država doveo je do rasta stranih investicija u Sjedinjenim Američkim Državama, u kojoj je 2007. godine 50% stranih investicija došlo iz Evrope (od toga više od polovine iz Velike Britanije). Dok su investicije u državne obveznice Sjedinjenih Američkih Država bile primarna destinacija investitora iz Kine i Japana, ulaganje u sekjuritizovane hipotekarne kredite bilo je najatraktivnije za ulagače iz Evrope i ošor (offshore) destinacija, tako da su evropske banke, prije svega iz Velike Britanije, Holandije, Francuske i Švajcarske, imale veoma značajnu ulogu u ekspanziji hipotekarnog tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama.²⁹³

Pored makroekonomskog nivoa, kriza se osjetila i u velikom broju bankrotstava i problema s kojima su se suočile evropske banke, prije svih. Upravo povezanost bankarskih sistema,

²⁹³ Borio, C. & Disyatat, P. (2011). *Global Imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS Working Paper, No. 346, www.bis.org, str. 15-16.

prije svega kroz kupovinu američkih hartija, uticala je na krizu evropskog bankarskog sistema.

Domino efekat zahvatio je veliki broj zemalja, u kojima su neke od najvećih i najstarijih banaka došle do granice bankrotstva i u kojima je bila neophodna državna intervencija radi spasavanja bankarskog sistema tih zemalja:

- Velika Britanija:
 - Northern Rock banka, u septembru 2007. godine, kada se desilo povlačenje 4,6 milijardi funti od strane štediša u tri dana iz ove banke, koja je svoje investicije u hipotekarne kredite zasnivala na pozajmicama sa tržišta, umjesto na depozitnoj bazi, dovelo je do njene nacionalizacije u februaru 2008. godine. Država Engleska odobrila je kredit u visini od 27 milijardi funti i garancije u visini od 24 milijarde funti;²⁹⁴
 - Kraljevska banka Škotske (engl. *Royal Bank of Scotland*), u aprilu 2008. godine, kada je otpisano 5,9 milijardi funti zbog gubitaka po hipotekarnim hartijama i državna pomoć u visini od 11 milijardi funti;²⁹⁵
 - Barclays banka, u junu 2008. godine je emitovala nove akcije u visini od 4,5 milijardi funti radi pokrića dugova;²⁹⁶
 - Lloyds (engl. *Lloyds*), koja je dobila državnu pomoć od 9 milijardi funti;²⁹⁷
 - HBOS (jul 2008. godine), najveća britanska hipotekarna institucija emitovala je nove akcije u visini od 4 milijarde funti radi pokrića dugova. U septembru 2008. godine preuzeta je od strane Lloyds za 12 milijardi funti, uz pomoć Trezora Velike Britanije;²⁹⁸

²⁹⁴ HM Treasury (2011). *Stewardship of the wholly-owned banks: buy-back of subordinated debt*, National Audit Office, HC 706 Session 2010-2011, str. 13.

²⁹⁵ HM Treasury (2012). *Annual Reports and Accounts 2012-2013*, HC 34, www.gov.uk, str. 141.

²⁹⁶ HM Treasury (2012). *Annual Reports and Accounts 2012-2013*, HC 34, www.gov.uk, str. 141.

²⁹⁷ HM Treasury (2012). *Annual Reports and Accounts 2012-2013*, HC 34, www.gov.uk, str. 141.

²⁹⁸ Yeung, H. & Huang, F. (2016). *Certainty over Clemency: English Contract Law in the Face of the Financial Crisis*, in: Basoglu B. (ed.), *The Effects of Financial Crisis on the Binding Force of Contracts – Renegotiation, Rescission or Revision*, Springer, Cham, Switzerland, str. 287.

- Bredford i Bingli (engl. *Bradford & Bingley*), u septembru 2008. godine ova banka je nacionalizovana i država je preuzela hipotekarne kredite u visini od 18,4 milijarde funti, dok je španska banka Santander preuzela njenu imovinu;²⁹⁹
- HSBC (mart 2009. godine), iskazala je gubitak od 10,5 milijardi dolara zbog investicija u hartijama od vrijednosti pokrivenih hipotekama u februaru 2007,³⁰⁰ a u martu 2009. godine emitovane su nove akcije u visini od 12,5 milijardi funti zbog pada profita od 62% u 2008. godini.³⁰¹
- Holandija:
 - Fortis (2008. godina), nacionalizacija ove banke predstavlja najveću državnu intervenciju u Evropi u visini od 11,2 milijarde evra, da bi samo sedam dana poslije ove intervencije Fortis bankrotirao (preuzet od strane BNP Pariba),³⁰²
- Francuska:
 - BNP Pariba (avgust 2007. godine), proglasila je bankrot tri svoja investiciona fonda koja su 30% svoje aktive investirala u hipotekarne hartije;³⁰³
 - Kredi agrikol (fra. *Credit Agricole*), koja je u novembru 2008. godine dobila državnu pomoć u visini od 3,950 milijardi evra;³⁰⁴
 - Hipotekarna banka Francuske (fra. *Credit Immobilier de France*), zbog dugotrajnih posljedica finansijske krize iz 2008. godine ova banka je morala da dobije državnu pozajmicu od 18 milijardi evra.³⁰⁵

²⁹⁹ HM Treasury (2011). *Stewardship of the wholly-owned banks: buy-back of subordinated debt*, National Audit Office, HC 706 Session 2010-2011, str. 14.

³⁰⁰ Dolezalek, H. (2012). *The Global Financial Crisis*, ABDO Publishing Company, Edina, USA, str. 53.

³⁰¹ *Thompson Reuters* (18. februar 2016). www.uk.reuters.com.

³⁰² Sharma, S. D. (2014). *Global Financial Contagion: Building a Resilient World Economy after the Subprime Crisis*, Cambridge University Press, New York, USA, str. 104.

³⁰³ Doyran, M. A. (2011). *Financial Crisis Management and the Pursuit of Power, American Pre-eminence and the Credit Crunch*, Ashgate Publishing Limited, Farnham, England, str. 144.

³⁰⁴ Iwanicz-Drozdowska, M., Kerlin, J., Malinowska-Misiag, E., Smaga, P., Witkowski, B., Nowak, A. K., Kozłowska, A. & Wisniewski, P. (2016). *European Bank Restructuring During the Global Financial Crisis*, Palgrave MacMillan, Basingstoke, England, str. 167-168.

³⁰⁵ Iwanicz-Drozdowska, M., Kerlin, J., Malinowska-Misiag, E., Smaga, P., Witkowski, B., Nowak, A. K., Kozłowska, A. & Wisniewski, P. (2016). *European Bank Restructuring During the Global Financial Crisis*, Palgrave MacMillan, Basingstoke, England, str. 169-170.

- Švajcarska:
 - UBS (oktobar 2007. godine), prva prvoklasna svjetska banka koja je zvanično iskazala gubitak po osnovu drugorazrednih (*subprime*) kredita od 4,4 milijarde dolara. U aprilu 2009. godine taj gubitak je porastao na 37,8 milijardi dolara;³⁰⁶
 - Kredi sviz (fra. *Credit Suisse*), u prvom kvartalu 2008. godine iskazan je gubitak od 5,3 milijarde dolara.³⁰⁷
- Island:
 - Kaupthing, Investiciona banka (isl. *Landbanki*) i Glitnir Banki, u oktobru 2008. godine Finansijska supervizorska agencija Islanda preuzela je kontrolu nad tri najveće banka na Islandu zbog njihove nelikvidnosti. Ove banke bazirale su svoje poslovanje na međunarodnim aktivnostima, čime su se maksimalno izložile globalnim kretanjima (strani kreditori izgubili su u islandskim bankama ukupno 47 milijardi evra, što je bilo 3,1 puta veće od bruto društvenog proizvoda Islanda za 2007. godinu). Centralna banka Islanda je u spasavanje tri najveće banke uložila sredstava u visini jedne trećine bruto društvenog proizvoda Islanda.³⁰⁸
- Belgija:
 - Dexia (septembar 2008. godine), spasena zahvaljujući državnoj intervenciji Belgije, Francuske i Luksemburga, uz obezbjeđene garancije u visini od 85 milijardi evra i povećanje kapitala u visini od 5,5 milijardi evra (na dan 20.04.2016. godine država Belgija je vlasnik 50,02%, a država Francuska 44,4% kapitala),³⁰⁹
- Njemačka:

³⁰⁶ Canals, J. (2010). *Building Respectable Companies: Rethinking Business Leadership and the Purpose of the Firm*, Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom, str. 4-5.

³⁰⁷ Doyran, M. A. (2011). *Financial Crisis Management and the Pursuit of Power, American Pre-eminence and the Credit Crunch*, Ashgate Publishing Limited, Farnham, England, str. 144.

³⁰⁸ Darvas, Z. (2011). *A Tale of three Countries: Recovery after Banking Crisis*, Bruegel Policy Contribution, Issue 2011-19, str. 7.

³⁰⁹ *Dexia* (18. april 2016). www.dexia.com.

- Hipo nekretnine (Hypo Real Estate, oktobar 2008. godine), država Njemačka je investirala 9,9 milijardi evra uz davanje garancije u visini od 145 milijardi evra i izdvajanje loših kredita u novu banku u visini od 20 milijardi evra.³¹⁰
- IKB Njemačka industrijska banka (njem. *IKB Deutsche Industrie Bank*), dokapitalizovana sa 3,5 milijardi evra od strane privatnih banaka i državne KfW grupe;³¹¹
- Bavarska državna banka (njem. *Bayerische Landesbank*), ukupna državna i privatna dokapitalizacija u visini od 31,7 milijardi evra u 2008. godini;³¹²
- Komercijalna banka (njem. *Commerzbank*), u toku 2008-2009. godine ukupna državna pomoć kroz SoFFin program (Fond za stabilizaciju finansijskog tržišta) u visini od 33,2 milijarde evra.³¹³

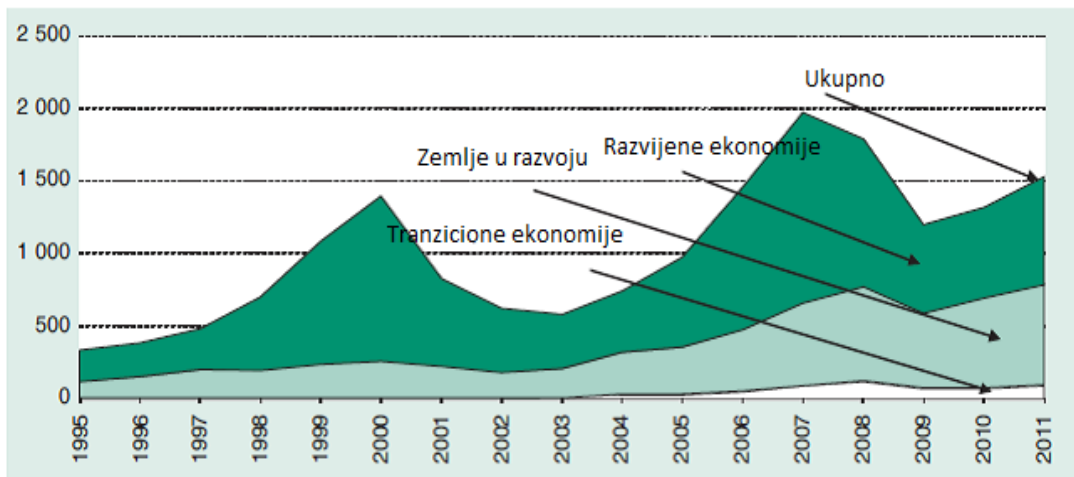
Visina stranih direktnih investicija reflektuje stanje u kojem se svjetska privreda nalazi, a najviše poziciju razvijenih zemalja svijeta, koji su najveći izvoznici, ali i primaoci kapitala. Vidimo da se najveći rast investicija u razvijene zemlje dogodio 2007. godine, što je posljedica velikih investicija u američke državne obveznice, ali i u hipotekarne derivate. Takođe, pad ukupnog svjetskog nivoa stranih direktnih investicija u 2008-2009. godini u direktnoj je korelaciji s pojavom dužničke krize (Grafikon 3.26).

³¹⁰ Buder, M., Lienemeyer, M., Magnus, M., Smits, B. & Soukup, K. (2011). *The rescue and restructuring of Hypo Real Estate*, Competition Policy Newsletter, Number 3, str. 143, www.ec.europa.eu.

³¹¹ Doyran, M. A. (2011). *Financial Crisis Management and the Pursuit of Power, American Pre-eminence and the Credit Crunch*, Ashgate Publishing Limited, Farnham, England, str. 144.

³¹² Iwanicz-Drozdowska, M., Kerlin, J., Malinowska-Misiag, E., Smaga, P., Witkowski, B., Nowak, A. K., Kozłowska, A. & Wisniewski, P. (2016). *European Bank Restructuring During the Global Financial Crisis*, Palgrave MacMillan, Basingstoke, England, str. 180-181.

³¹³ Iwanicz-Drozdowska, M., Kerlin, J., Malinowska-Misiag, E., Smaga, P., Witkowski, B., Nowak, A. K., Kozłowska, A. & Wisniewski, P. (2016). *European Bank Restructuring During the Global Financial Crisis*, Palgrave MacMillan, Basingstoke, England, str. 182.



Grafikon 3.26. Priliv stranih direktnih investicija prema stepenu razvijenosti zemalja (1995-2014). u milijardama dolara

Izvor: UNCTAD (2013). *World Investment Report 2012*, www.unctad.org, str. 3

Mogu se izdvojiti tri glavna razloga za pad direktnih stranih investicija 2008-2009. godine:

- multinacionalne kompanije su, zbog strožih uslova kreditiranja i smanjene potrošnje, izazvanih dužničkom krizom, smanjile nivo investicija u tom periodu;
- jaka korelacija između kretanja stopa rasta bruto društvenog proizvoda i stranih direktnih investicija dovela je do smanjenih investicija u periodu kada je došlo do pada bruto društvenog proizvoda u razvijenim zemljama;
- opreznije ponašanje rukovodilaca kompanija i banaka, koji su se radije odlučivali za sigurnije investicije i održavanja postojećeg nivoa nego za nove investicije u uslovima smanjenje kreditne aktivnosti banaka.

Prema Paulsen i Hobauer (Paulsen & Hofbauer, 2011), u uslovima recesije stranih direktnih investicija multinacionalne kompanije se suzdržavaju od reinvestiranja profita već ga iznose u svoje matične zemlje i generalno se slabije odlučuju za ulaganja u vlasništvo

(manji broj spajanja i preuzimanja između kompanija iz različitih razvijenih zemalja).³¹⁴ U zemljama u razvoju došlo je do pada grinfild investicija za 15% u periodu 2008-2009. godine. Neto priliv privatnih investicija u zemlje u razvoju iznosio je 2007. godine 1,2 biliona dolara ili 8,65% od ukupnog bruto društvenog proizvoda ovih zemalja, da bi u 2008. godini one pale na 707 milijardi dolara ili 4,4% bruto društvenog proizvoda zemalja u razvoju. Ipak, u 2008. godini učešće zemalja u razvoju u ukupnom neto prilivu stranih direktnih investicija u svijetu poraslo je na rekordnih 40%, što se nikada prije toga nije desilo (prosjek u prethodnoj dekadi iznosio je 25%). Najveći rast ostvarile su zemlje Južne i Istočne Azije, kao i Pacifičkog regiona, dok je najveći pad zabilježen u Evropi i Centralnoj Americi. U uslovima krize rast je zabilježilo investiranje u kratkoročne državne obveznice zbog visokih kamatnih stopa i manjeg rizika od ulaganja u kapital.³¹⁵

Smanjenje obima globalne trgovine došlo je kao logična posljedica svih prethodnih aktivnosti. Period konstantnog i visokog rasta nivoa međunarodne trgovine doživio je svoj prekid 2009. godine i tek se 2011. godine vratio na nivo prije hipotekarne krize (Tabela 3.20).

³¹⁴ Poulsen, L. S. & Hufbauer, G. C. (2011). *Foreign Direct Investment in Times of Crisis*, Working Paper Series, WP 11-3, Peterson Institute for International Economics, Washington D.C., USA, str. 2.

³¹⁵ Nalarri, R. & Griffith, B. (2011). *Understanding Growth and Poverty: Theory, Policy, and Empirics*, The World Bank, Washington D.C., USA, str. 141-145.

Tabela 3.20. Ukupan obim svjetskog izvoza i uvoza (2004-2013)

Godina	Ukupan svjetski izvoz, u milijardama dolara	Procenat rasta svjetskog izvoza, %	Ukupan svjetski uvoz, u milijardama dolara	Procenat rasta svjetskog uvoza, %
2004.	10.209	21,30	9.267	21,71
2005.	11.496	12,61	10.467	12,95
2006.	13.357	16,19	12.102	15,62
2007.	15.280	14,62	13.905	14,89
2008.	17.555	14,89	16.074	15,60
2009.	13.775	-21,53	12.350	-23,17
2010.	16.688	21,15	14.987	21,35
2011.	19.933	19,44	17.905	19,47
2012.	19.649	-1,42	17.610	-1,65
2013.	20.292	3,27	17.919	1,75

Izvor: *The World Bank* (19. februar 2016). www.wits.worldbank.org.

Na negativno kretanje svjetske trgovine u periodu krize uticali su razni faktori:

- smanjene mogućnosti kreditiranja i rast kamatnih stopa,
- smanjivanje unutrašnje i spoljne potražnje,
- veliki i brzi rast proizvodnje i investicija u prethodnim godinama doveo je do rasta ponude, koji je premašivao potrošnju i prisiljavao kompanije da se okrenu izvozu u uslovima smanjene domaće tražnje,
- regulativne restrikcije u cilju zaštite domaćih proizvođača, itd.³¹⁶

Rast nezaposlenosti širom svijeta došao je kao neizostavna posljedica svjetske finansijske krize iz 2008. godine. Činjenica da su najviše pogođeni sektori koji su zapošljavali veliki

³¹⁶ Pettis, M. (2013). *Trade Imbalances and the Global Financial Crisis*, Princeton University Press, str. 9-11.

broj ljudi, poput građevine, automobilske industrije, bankarstva, dovela je do otpuštanja velikog broja zaposlenih u zemljama Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj.³¹⁷ Takođe, smanjenje obima međunarodne trgovine, stranih direktnih investicija, rast troškova finansiranja, doveli su do smanjene potražnje i samim tim kompanije i banke bile su primorane na snižavanje troškova zbog manjeg obima proizvodnje i neminovno je došlo i do smanjenja radne snage. Pri tome, veliki broj radnika koji nisu zvanično prijavljeni takođe je ostao bez posla, što broj nezaposlenih čini još većim (Tabela 3.21). Ukupan broj nezaposlenih u svijetu dostigao je krajem 2009. godine brojku od 205 miliona, što je 27 miliona nezaposlenih više nego 2007. godine.³¹⁸

Tabela 3.21. Stopa nezaposlenosti u najrazvijenijim zemljama 2006-2014. godina, %

Godina	Kina	Japan	Njemačka	Velika Britanija	Francuska	Brazil	Italija	Indija	Rusija
2006.	4,0	4,1	10,3	5,5	8,8	8,4	6,8	4,3	7,1
2007.	3,8	3,9	8,6	5,5	8,0	8,1	6,1	3,7	6,0
2008.	4,4	4,0	7,5	5,4	7,4	7,1	6,7	4,1	6,2
2009.	4,4	5,0	7,7	7,8	9,1	8,3	7,8	3,9	8,3
2010.	4,2	5,0	7,1	7,9	9,3	7,9	8,4	3,5	7,3
2011.	4,3	4,5	5,9	7,8	9,2	6,7	8,4	3,5	6,5
2012.	4,5	4,3	5,4	8,0	9,9	6,1	10,7	3,6	5,5
2013.	4,6	4,0	5,3	7,5	10,4	6,5	12,2	3,6	5,5
2014.	4,7	3,7	5,0	6,3	9,9	6,8	12,5	3,6	5,1

Izvor: *The World Bank* (19. februar 2016). www.data.worldbank.org.

³¹⁷ *OECD* (19. februar 2016). www.oecd.org.

³¹⁸ United Nations (2011). *The Global Social Crisis: Report on the World Social Situation 2011*, Department of Economic and Social Affairs, ST/ESA/334, www.un.org, str. 28.

Transmisioni kanali kojima se dužnička kriza iz Sjedinjenih Američkih Država putem domina proširila po cijelom svijetu, nažalost, nisu zakazali. Poremećaji koji su se desili u najvećoj svjetskoj ekonomiji osjetili su se u svakom ćošku planete, od najrazvijenijih zemalja do onih na marginama svjetske ekonomije. Pad potrošnje, na čijim je krilima u periodu od 2001. do 2007. godine rastao svjetski bruto društveni proizvod, direktne strane investicije, kao i međunarodna trgovina i investicije, povukao je za sobom svaki privredni, ali i društveni segment, kojem su trebale najmanje dvije, pa i više godina za povratak na period prije krize.

3.3.4. Uticaj svjetske finansijske krize na tržišta kapitala u drugim zemljama

Kao što su se efekti krize prenosili iz jedne zemlje u drugu i tako zahvatili sve oblasti privrednog života, tako su se posljedice osjetile i na najosjetljivijem od svih tržišta, na globalnom tržištu kapitala. U uslovima finansijske globalizacije investitori s lakoćom prelaze iz jednog tržišta u drugo, tražeći najpovoljniji odnos profita i rizika za svoje investicije. Međutim, isto tako i finansijska kriza, poput velikih epidemija, može da preskoči državne granice i potrese tržišta u drugim zemljama, na drugim kontinentima, sa sasvim drugačijim karakteristikama. Iako se geografska disperzija često pominje kao jedan od ključnih pravila kvalitetne diversifikacije portfolija, ona, baš zbog povezanosti tržišta kapitala, sve manje postaje ključni faktor kod donošenja investicionih odluka.

Prema Nue i dr. (Naoui et all, 2010),³¹⁹ postoje tri modela kojima se finansijska kriza prenosi iz jedne zemlje u drugu:

- prenošenje putem fundamentalnih faktora – trgovina, finansije ili devizni kursevi (npr. promjene deviznog kursa izazvane devalvacijom jedne valute izazivaju promjene u konkurentnosti izvoza jedne zemlje i dovode do reakcije drugih zemalja;

³¹⁹ Naoui, K., Khemiri, S. & Liouane, N. (2010). *Crisis and Financial Contagion: The Subprime Crisis*, Journal of Business Study Quarterly, Vol. 2, No. 1, str. 16-17.

- ponašanje investitora, koji putem arbitraže pokušavaju da ostvare maksimalan profit ili smanje potencijalne gubitke zbog informacione asimetrije donose odluke prema modelu ponašanja sa tržišta koje je u krizi;
- psihološki faktor, koji se ogleda u gubitku povjerenja u instituciju tržišta kapitala, u njegovu mogućnost da formira pravednu cijenu finansijske aktive. Panika koja vodi učesnike na jednom tržištu kapitala postaje model ponašanja i na drugim tržištima, i dovodi do domino efekta koji obara cijene na tržištu kapitala.

Povezanost tržišta kapitala kroz istoriju se pokazala kao veoma jaka, a krize produbljuju te veze, kao što se desilo poslije berzanskog kraha 1987. godine, kada je korelacija između 12 evropskih berzi i Njujorške berze akcija postala veća nego prije krize, u prosjeku za 9 procentnih poena (sa 0,31 na 0,4). Korelacija u kretanju berzanskih indeksa između samih evropskih berzi takođe je povećana poslije krize koja se desila u Sjedinjenim Američkim Državama 1987. godine, u odnosu na ono što je bila prije nje, tako da je porasla sa 0,38 na 0,52 ili 36,8%. Kada se posmatra volatilitnost berzi, dobija se vrijednost korelacije koja je poslije krize iz te godine porasla za 111%.³²⁰ Isti zaključak moguće je formirati i o korelaciji tržišta zemalja u razvoju i Sjedinjenih Američkih Država povodom dužničke krize 2008. godine, kada je za devet posmatranih tržišta utvrđena jasna korelacija sa Sjedinjenim Američkim Državama u kretanju berzanskih cijena (uz izuzetak Kine), tako što šok kojem su investitori izloženi na jednom tržištu utiče na njihovo ponašanje i druga tržišta dovodi u stanje neravnoteže i pada, čak i kada fundamentalni razlozi ne pokazuju nikakve indicije.³²¹

Kao glavni pokazatelji veličine jednog tržišta kapitala koriste se tržišna kapitalizacija, broj listiranih kompanija i ostvareni promet. Prema Svjetskoj asocijaciji berzi, koja okuplja 62 najveće svjetske berze, drastičan pad tržišne kapitalizacije zabilježen je tokom 2008. godine na globalnom tržištu kapitala, gdje nijedna berza nije ostala pošteđena. Pad tržišne

³²⁰ Meric, I. & Meric, G. (1997). *Co-Movements of European Equity Markets Before and After 1987 Crash*, *Multinational Finance Journal*, vol. 1, no. 2, str. 137-152.

³²¹ Naoui, K., Khemiri, S. & Liouane, N. (2010). *Crisis and Financial Contagion: The Subprime Crisis*, *Journal of Business Study Quarterly*, Vol. 2, No. 1, str. 27.

kapitalizacije najvećih svjetskih berzi kroz korekcije cijena akcija bio je jasan pokazatelj veličine krize i, izuzev berze u Japanu, na svim ostalim tržištima prepolovila se vrijednost (Tabela 3.22).

Tabela 3.22. Kretanje vrijednosti ukupne tržišne kapitalizacije berzi najrazvijenijih zemalja, u milijardama dolara (2005-2014. godine)

Godina	Svijet	SAD (Njujork)	Kina (Šangaj)	Japan (Tokio)	Njemačka	Velika Britanija)	Evraonext	Brazil	Indija	Kanada (Toronto)	Rusija ³²²
2005.	40.887	13.310	286	4.573	1.202	3.058	2.706	474	553	1.482	60
2006.	50.614	15.421	917	4.614	1.638	3.781	3.708	710	774	1.700	165
2007.	60.698	15.650	3.694	4.330	2.105	3.846	4.222	1.369	1.660	2.186	195
2008.	32.399	9.209	1.425	3.116	1.110	1.868	2.101	592	600	1.033	56
2009.	47.049	11.838	2.704	3.306	1.292	3.453	2.869	1.337	1.224	1.676	146
2010.	54.949	13.394	2.716	3.827	1.430	3.613	2.930	1.545	1.596	2.170	186
2011.	48.377	11.795	2.357	3.325	1.184	3.266	2.446	1.229	985	1.912	171
2012.	54.694	14.085	2.547	3.479	1.486	3.396	2.832	1.227	1.234	2.058	157
2013.	65.007	17.950	2.497	4.543	1.936	4.429	3.584	1.020	1.113	2.114	207
2014.	68.039	19.351	3.932	4.377	1.738	4.013	3.319	844	1.520	2.093	116

Izvor: *World Federation of Exchanges* (19. februar 2016). www.world-exchanges.org.

Poslije perioda konstantnog rasta prometa na svim svjetskim berzama, kao posljedice niskih kamatnih stopa i velike globalne likvidnosti, koje su dovele do rasta atraktivnosti i manje razvijenih tržišta kapitala, dužnička kriza tokom 2008-2009. godine uticala je na značajno smanjivanje prometa akcijama.

U toku 2008. godine promet akcijama u Sjedinjenim Američkim Državama čak je povećan za 10,2%, kao i u Njemačkoj za 28,7%, dok su sva ostala tržišta osjetila smanjenje broja investitora i izgubila od 38% u Kini i 37% u Italiji, do manje korekcije od 5,7% u Japanu

³²² *Moscow Exchange* (20. februar 2016). www.moex.com.

(Tabela 3.23). Već naredne godine su razvijena tržišta bila mnogo više pogođena, berze u Sjedinjenim Američkim Državama imale su 27% manji promet, dok su najveći odliv prometa zabilježile berze u Njemačkoj sa 57%, Francuskoj sa 46%, Japanu sa 37% i Italiji sa 33%. Rusko tržište osjetilo je veliki udarac ne samo zbog globalne krize već i zbog pada cijena sirovina.

Tabela 3.23. Ukupan berzanski promet u milijardama dolara (2005-2014. godine)

Godina	SAD	Kina	Japan	Njemačka	Velika Britanija	Francuska	Brazil	Italija	Indija	Kanada	Rusija
2005.	25.792	392	4.337,6	1.288,0	1.729,9	1.271,0	170,9	1.054,7	463,8	932,1	147,8
2006.	30.581	1.158	5.498,5	1.950,8	2.763,2	2.015,5	279,4	1.208,9	651,7	1.237,1	582,6
2007.	42.852	6.305	6.585,8	3.254,8	3.947,7	2.895,7	645,4	2.213,5	1.143,3	1.744,9	1.277,0
2008.	47.245	3.905	6.208,7	4.189,6	2.735,5	2.405,9	569,8	1.384,4	925,4	1.502,9	1.155,0
2009.	34.306	7.830	3.868,1	1.787,8	2.807,4	1.284,1	707,8	926,8	1.090,5	1.332,9	510,3
2010.	36.025	8.257	4.270,2	1.494,6	3.213,1	1.350,1	908,1	665,8	1.081,0	1.404,9	506,8
2011.	41.045	6.673	4.310,2	1.573,6	3.034,9	1.329,9	824,9	846,6	645,4	1.474,0	554,2
2012.	32.349	5.027	3.346,4	1.249,9	2.470,3	1.074,4	831,6	782,6	616,0	1.348,1	340,3
2013.	33.247	7.695	6.083,1	1.312,6	1.675,0	1.105,1	739,6	769,9	537,7	1.323,5	235,5
2014.	38.976	11.959	4.844,7	1.269,0	2.357,0	1.168,6	644,1	2.055,6	730,7	1.344,2	159,9

Izvor: *The World Bank* (19. februar 2016). www.data.worldbank.org.

U uslovima ovako drastičnog pada cijena akcija kanali kojima se likvidnost prelivala po svijetu prosto su presušili pošto je smanjena kreditna aktivnost banaka, povećao se strah od potencijalnih novih bankrotstava, značajno se izgubilo povjerenje u revizorske i rejting agencije, što je sve zajedno uticalo na povlačenje investitora sa tržišta kapitala u sigurnije državne dužničke hartije.

Pokazatelj odnosa ukupnog berzanskog prometa akcija i visine bruto društvenog proizvoda govori o likvidnosti tržišta kapitala u jednoj zemlji. Očekivano, ovaj odnos ima najveću

vrijednost u Sjedinjenim Američkim Državama, Velikoj Britaniji, Japanu i Kini, tržištima koja i predstavljaju najveća tržišta kapitala. Kinesko tržište zabilježilo je veliki rast do 2007. godine, ali to je praćeno i visokim stopama rasta bruto društvenog proizvoda. Zemlje poput Njemačke, Francuske i Italije, koje imaju jak bankarski sektor, imaju niže vrijednosti ovog pokazatelja, ali ipak prate trend koji diktiraju Sjedinjene Američke Države. Zemlje poput Brazila, Indije i Rusije imaju niže vrijednosti od razvijenih zemalja tokom čitavog posmatranog perioda, što govori o tržištu kapitala koje je još uvijek u razvojnoj fazi. Ovaj pokazatelj govori o aktivnosti na tržištu kapitala i pokazuje da u uslovima krize ne dolazi neminovno do drastičnog pada prometa, pogotovo u razvijenim zemljama gdje postoji visok nivo špekulativnih investitora (Tabela 3.24).

Tabela 3.24. Odnos ukupnog prometa akcija i visine bruto društvenog proizvoda (2005-2013. godina)

Godina	SAD	Kina	Japan	Njemačka	Velika Britanija	Francuska	Brazil	Italija	Indija	Kanada	Rusija
2005.	195,0	17,3	94,9	45,0	71,5	57,7	19,2	56,9	55,6	80,1	19,4
2006.	220,7	42,5	126,2	65,0	106,8	86,7	25,2	62,2	68,7	94,4	58,9
2007.	296,0	179,0	151,2	94,6	132,9	108,7	46,2	100,4	92,3	119,7	98,3
2008.	321,0	85,7	128,0	111,7	97,9	82,3	33,6	57,9	75,6	97,4	69,5
2009.	237,9	154,8	76,8	52,3	121,3	47,7	42,5	42,4	79,9	97,2	41,7
2010.	240,7	135,7	77,7	43,7	133,7	51,0	41,1	31,3	63,3	87,0	33,2
2011.	264,5	89,2	73,0	41,9	117,0	46,5	31,6	37,2	35,2	82,4	29,1
2012.	200,1	59,4	56,2	35,3	93,9	40,1	33,8	37,7	33,6	73,6	16,9
2013.	198,3	81,1	123,7	35,0	61,8	39,3	30,0	36,1	28,9	72,0	11,3
2014.	223,8	115,5	105,3	32,8	78,9	41,3	26,7	96,0	35,7	75,3	8,6

Izvor: *The World Bank* (19. februar 2016). www.data.worldbank.org.

Pokazatelj razvijenosti jednog tržišta kapitala, koji mjeri odnos tržišne kapitalizacije i bruto društvenog proizvoda, našao se pod dvostrukim udarom, pada tržišne kapitalizacije i bruto društvenog proizvoda u 2008. godini. Ovako drastičan primjer korelacije među zemljama

svijeta pokazuje globalni uticaj dužničke krize koja se iz Sjedinjenih Američkih Država proširila po cijelom svijetu (Tabela 3.25).

Tabela 3.25. Odnos tržišne kapitalizacije i visine bruto društvenog proizvoda (2005-2014. godine)

Godina	Svijet	SAD	Kina	Japan	Njemačka	Velika Britanija	Francuska	Brazil	Italija	Indija	Kanada	Rusija
2005.	93,4	129,8	17,7	100,0	42,0	126,4	79,8	53,2	43,1	66,3	127,3	n.a.
2006.	107,0	141,2	42,0	105,9	54,5	146,1	104,4	64,1	52,8	86,3	129,8	n.a.
2007.	114,9	137,6	127,1	99,4	61,2	129,5	102,9	98,0	48,7	146,9	150,0	n.a.
2008.	56,5	78,7	39,0	64,3	29,6	66,9	50,4	34,9	21,8	52,9	67,0	n.a.
2009.	83,0	104,6	70,6	65,7	37,8	121,1	72,2	80,2	30,0	95,7	122,4	62,3
2010.	86,8	115,5	66,7	69,7	41,8	129,0	72,2	70,0	25,2	95,5	134,5	62,4
2011.	67,5	100,8	45,5	56,3	31,5	112,0	54,3	47,0	18,9	54,9	106,9	41,1
2012.	77,8	115,5	43,7	58,4	42,0	115,5	67,4	49,9	23,2	69,0	112,4	40,9
2013.	88,7	143,3	41,6	92,3	51,7	113,7	81,9	41,4	28,8	61,2	114,9	37,1
2014.	91,7	151,2	58,0	95,1	44,9	106,5	73,7	34,9	27,4	76,1	117,4	20,7

Izvor: *The World Bank* (19. februar 2016). www.data.worldbank.org.

Pad ovog pokazatelja u 2008. godini (u odnosu na nivo iz 2007. godine) imao je sljedeće vrijednosti (Tabela 3.26). Iako je u svim zemljama ovaj pad bio izuzetno veliki, posebno je bio izražen na tržištima u razvoju kao što su Kina, Indija i Brazil (preko 64%). Ovo potvrđuje navode istraživanja koje su sproveli Nejl i Padi (*Nail & Padhi*, 2015), koji ističu da je volatilitnost tržišta kapitala u najvećim zemljama u razvoju, poput Brazila, Kine, Indije, Rusije i Južne Afrike, veoma izražena u uslovima globalnog silaznog trenda.³²³

³²³Nail, P. K. & Padhi, P. (2015). *Stock Market Volatility and Equity Market Volume: Empirical Examination from Brasil, Russia, India and China (BRIC)*. Global Business Review, SAGE Publications, 16 (5S). str. 28S-45S.

Tabela 3.26. Procentualno kretanje odnosa tržišne kapitalizacije i bruto društvenog proizvoda odabranih zemalja u 2008. godini (u odnosu na 2007. godinu)

Godina	Svijet	SAD	Kina	Japan	Njemačka	Velika Britanija	Francuska	Brazil	Italija	Indija	Kanada
2008.	-50,8	-42,8	-69,3	-35,3	-51,6	-48,3	-51,0	-64,3	-55,2	-64,0	-55,3

Izvor: Podaci iz Tabele 3.25.

Broj listiranih kompanija na berzama je na svjetskom nivou u stagnaciji od 2008. godine (Tabela 3.27). Konstantan pad bilježi se na tržištima kapitala u Sjedinjenim Američkim Državama, Njemačkoj, Velikoj Britaniji, Francuskoj i Italiji. Sa druge strane, azijska tržišta kapitala (Kina, Japan i Indija) zabilježila su veliki rast u broj listiranih kompanija. Pri tome, postoji veliki broj kompanija iz zemalja u razvoju koje se listiraju na Njujorškoj berzi akcija, tako da održavanje stabilnog broja listiranih kompanija ova berza duguje i kompanijama iz ovih zemalja (Petrobras, Čajna mobil (engl. *China Mobile*), Alibaba, Tata motors, Gazprom, itd.). Razloge za dvojno listiranje kod kineskih kompanija treba tražiti u neefikasnosti matičnih berzi, malom broju institucionalnih investitora i slaboj regulativi, što opet dovodi do velikih fluktuacija u kretanju cijena zbog brojnih špekulativnih investitora.³²⁴ Sa druge strane, razvijene berze pružaju dvije najvažnije stvari za emitente: veću likvidnost i niže troškove pribavljanja kapitala.

³²⁴ Liang, S. & Chen, X. (2012). *Motivation and Reasoning Behing Chinese Enterprises Overseas Listing*, Duke University, Durham, USA, str. 4-5.

Tabela 3.27. Broj listiranih kompanija (2005-2014. godine)

Godina	Svijet	SAD	Kina	Japan	Njemačka	Velika Britanija	Francuska	Brazil	Italija	Indija	Kanada	Rusija
2005.	41.882	5.145	1.377	2.323.	648	2.757	749	342	275	4.763	3.719	414
2006	45.830	5.133	1.421	2.391	656	2.913	730	347	284	4.796	3.790	539
2007.	46.652	5.109	1.530	2.389	761	2.588	707	395	301	4.887	3.881	592
2008.	46.346	4.666	1.604	2.374	742	2.415	673	383	294	4.921	3.836	561
2009.	45.002	4.401	1.700	2.320	704	2.179	652	377	291	4.955	3.717	550
2010.	45.748	4.279	2.063	2.281	690	2.105	617	373	290	5.034	3.771	556
2011.	46.994	4.171	2.342	2.280	670	1.987	586	366	311	5.112	3.980	817
2012.	45.964	4.102	2.494	2.294	665	1.879	562	353	303	5,191	4.030	292
2013.	44.476	4.180	2.489	3.408	639	1.857	500	352	285	5.295	3.810	261
2014.	45.020	4.369	2.613	3.458	595	1.858	495	351	290	5.541	3.948	254

Izvor: *The World Bank* (20. februar 2016). www.databank.worldbank.org.

Posebno tokom faze rasta balona internet kompanija u Sjedinjenim Američkim Državama, ogroman broj novoosnovanih internet kompanija dolazio je veoma brzo po osnivanju na berzu i tamo dostizao velike evaluacije, ali i velike gubitke, što današnji investitori u nove kompanije žele da izbjegnu što duže mogu. Odatle objašnjenje za sve manji broj novih kompanija koje žele da se listiraju na berzi u zapadnim ekonomijama, prije svega zbog tendencije privatnih investitora da kompanije u koje investiraju što duže ostanu privatne, dok ne dostignu odgovarajući nivo za javna tržišta, kao i strah postojećih vlasnika od gubitka kontrole, obaveze javnog objavljivanja poslovnih podataka, što konkurencija može da iskoristi, “jurenja” pozitivnih kvartalnih rezultata, itd.³²⁵

Koeficijent obrta akcija (engl. *Turnover ratio*) predstavlja odnos ukupnog prometa akcija podijeljenog sa prosječnom vrijednošću tržišne kapitalizacije u toku godine, tj. pokazuje koliko puta je prometovana kompletna vrijednost listiranih kompanija na jednom tržištu u

³²⁵ Dileep, R. (2010). Seven Reasons Not To Go Public, *Forbes Magazine*, www.forbes.com.

jednoj godini. Ovaj pokazatelj je ključni parametar kojim se mjeri likvidnost jednog tržišta kapitala, ali se povezuje i sa visinom transakcionih troškova (što je veći promet, niži su troškovi). Ovaj pokazatelj se poredi sa odnosom berzanskog prometa i bruto društvenog proizvoda, pošto je koeficijent obrta akcija vezan za veličinu tržišta, a odnos berzanskog prometa i bruto društvenog proizvoda vezan je za veličinu ekonomije. Likvidna tržišta u razvoju imaju visok nivo koeficijenta obrta, a nizak odnos prometa i bruto društvenog proizvoda. Ovaj pokazatelj zabilježio je visoku vrijednost u 2008. godini, kao posljedica manjeg pada prometa akcija u odnosu na pad tržišne kapitalizacije (Tabela 3.28).

Tabela 3.28. Koeficijent obrta akcija – odnos prometa akcija sa tržišnom kapitalizacijom (2005-2014. godine)

Godina	Svijet	SAD	Kina	Japan	Njemačka	Velika Britanija	Francuska	Brazil	Italija	Indija	Kanada	Rusija
2005.	108,0	151,7	97,6	94,9	107,1	56,6	72,3	36,0	132,2	83,9	62,9	n.a.
2006.	112,6	156,3	101,2	119,2	119,1	73,1	83,0	39,3	117,8	79,6	72,7	n.a.
2007.	146,8	215,1	140,8	152,1	154,6	102,6	105,7	47,1	206,4	62,9	79,8	n.a.
2008.	250,2	407,6	219,5	199,3	377,2	146,4	163,4	96,3	265,2	143,0	145,4	n.a.
2009.	145,9	227,5	219,2	117,0	138,3	81,3	66,0	52,9	141,3	83,5	79,5	67,0
2010.	130,8	208,4	205,0	111,6	104,5	88,9	70,6	58,8	124,4	66,2	64,7	53,3
2011.	155,7	262,4	195,6	129,6	132,8	92,9	85,6	67,1	196,2	64,1	77,1	70,7
2012.	109,1	173,3	136,0	96,2	84,1	72,7	59,4	67,8	162,4	48,8	65,4	41,2
2013.	102,5	138,3	194,9	133,9	67,8	37,8	48,0	72,5	125,1	47,2	62,6	30,6
2014.	112,0	148,0	199,2	110,7	73,0	58,7	56,0	76,3	350,0	46,9	64,1	41,4

Izvor: *The World Bank* (20. februar 2016). www.databank.worldbank.org.

Berzanski indeksi predstavljaju najpoznatije indikatore tržišta kapitala i računaju se kao ponderisani prosjeci cijena i obima trgovine akcijama. Obično se kao ponderisani prosjek tržišne kapitalizacije računaju unaprijed definisane korpe akcija, što se stavlja u odnos sa

nekom početnom vrijednošću iz prošlosti. Indeksi se smatraju vodećim ekonomskim indikatorima i zato se smatraju veoma bitnim kod analize makroekonomske politike.³²⁶

Kretanje berzanskih indeksa najrazvijenijih zemalja pokazuje dubinu krize. U Tabeli 3.29 prikazana je vrijednost indeksa na posljednji dan u kalendarskoj godini za period od 2006. do 2009. godine. Sve berze su zabilježile veliki pad berzanskih indeksa tokom 2008. godine, dok je veliki broj njih zabilježio drastičan oporavak već naredne godine (Kina, Brazil, Rusija, Indija, Kanada).

Tabela 3.29. Kretanje berzanskih indeksa u najrazvijenijim zemalja (2006-2009, %)

Godina	SAD (DJIA)	Kina (SSE)	Japan (Nikkei 225)	Njemačka	Velika Britanija	Francuska	Brazil	Italija	Indija	Kanada	Rusija
2006.	16,3	130,4	6,9	22,0	10,7	13,3	32,9	16,4	46,7	16,8	7,0
2007.	7,2	96,6	-11,1	22,3	4,1	-13,1	41,9	-10,0	50,0	9,7	19,1
2008.	-36,3	-65,5	-42,4	-40,4	-34,9	-38,9	-41,5	-46,7	-54,9	-45,3	-72,4
2009.	24,7	72,5	18,4	23,8	31,4	32,3	86,0	16,5	79,2	73,6	128,6

Izvor: web stranice navedenih berzi.

Ako se posmatra najveći procentualni pad cijena u ovom periodu, onda gubici postaju još veći, posebno u Sjedinjenim Američkim Državama, Japanu i Italiji). U trenutku kada je Dau Džons indeks industrijskog prosjeka pao na najnižu vrijednost 6. marta 2009. godine, bio je 53% niži od svoje maksimalne vrijednosti dana 12. oktobra 2007. godine (Tabela 3.30).

³²⁶ Vasiljević, B. (2009). Osnovi finansijskog tržišta, Zavet, Beograd, Srbija, str. 214.

Tabela 3.30. Maksimalna i minimalna vrijednost odabranih svjetskih berzanskih indeksa u periodu 2006-2009. godina

Berza i indeks	Datum najviše vrijednosti	Vrijednost indeksa	Datum najniže vrijednosti	Vrijednost indeksa	Procenat pada, %
SAD – Dau Džons Indeks industrijskog prosjeka	12. 10. 2007.	14.093,08	06.03 2009.	6.626,94	-52,9
Kina (Šangaj) – SSE	12.10.2007.	5903,26	31.10.2008.	1.728,78	-70,7
Japan – Nikkei 225	13.07.2007.	18.238,95	06.03.2009.	7.173,10	-60,6
Njemačka – DAX ³²⁷	16.07.2007.	8.105,69	06.03.2009.	3.666,41	-54,7
Engleska – FTSE 100	12.10.2007.	6.739,70	06.03.2009.	3.530,73	-47,5
Francuska – CAC 40 ³²⁸	01.06.2007.	6.168,15	09.03.2009.	2,519,29	-59,1
Brazil (Sao Paolo) – IBOVESPA	16.08.2008.	72,766,93	21.11.2008.	31.250,60	-57,0
Italija – MIB ³²⁹	18.05.2007.	44.364,00	09.03.2009.	12.621,00	-71,5
Indija (Mumbaj) – BSE SENSEX	11.01.2008.	20.827,45	06.03.2009.	8.325,82	-60,0
Kanada – TSEC	26.10.2007.	9.631,51	21.08.2008.	4.171,10	-56,6
Rusija – RTS ³³⁰	12.12.2007.	2.359.85	24.10.2008.	549,93	-76,7

Izvor: web stranice navedenih berzi.

Spisak tržišta kapitala koja su imala najveći i najmanji gubitak u 2008. godini pokazuje da su mala i nerazvijena tržišta Istočne Evrope bila u grupi zemalja koje se zabilježile veliki pad berzanskih indeksa i koje su došle do granice bankrotstva (Tabela 3.31). Pored Islanda, čije su najveće banke povukle tržište kapitala nadalje, preostale zemlje s najvećim padom su, osim Grčke, mala i nerazvijena tržišta kapitala čije su berzanske vrijednosti značajno skočile u prethodnim godinama, ali su ostala sa plitkom bazom domaćih investitora i pod

³²⁷ Deutsche Borse (23. februar 2016). www.boerse.de/historische-kurse.

³²⁸ Evraonext (23. februar 2016). www.evraonext.com.

³²⁹ Borsa Italiana (23. februar 2016). www.borsaitaliana.it.

³³⁰ Moscow Exchange (23. februar 2016). www.moex.com.

uticajem stranih investitora (Bugarska, Ukrajina, Ujedinjeni Arapski Emirati, Srbija, Vijetnam). Sa druge strane, berza u Tunisu jedina je na svijetu zabilježila rast u 2008. godini od 10,65% (u 2009. godini 48,38%) zahvaljujući svojoj slaboj međunarodnoj povezanosti, činjenici da tuniske banke nisu investirale u hipotekarne derivate, restriktivnim uslovima za strane investitore i fiskalnoj disciplini. Zaključak je da je kontrolisana međunarodna finansijska saradnja dovela do eliminisanja uticaja globalne krize na berzu u Tunisu, čija je tržišna kapitalizacija u 2007. godini iznosila 5,3 milijarde dolara.³³¹

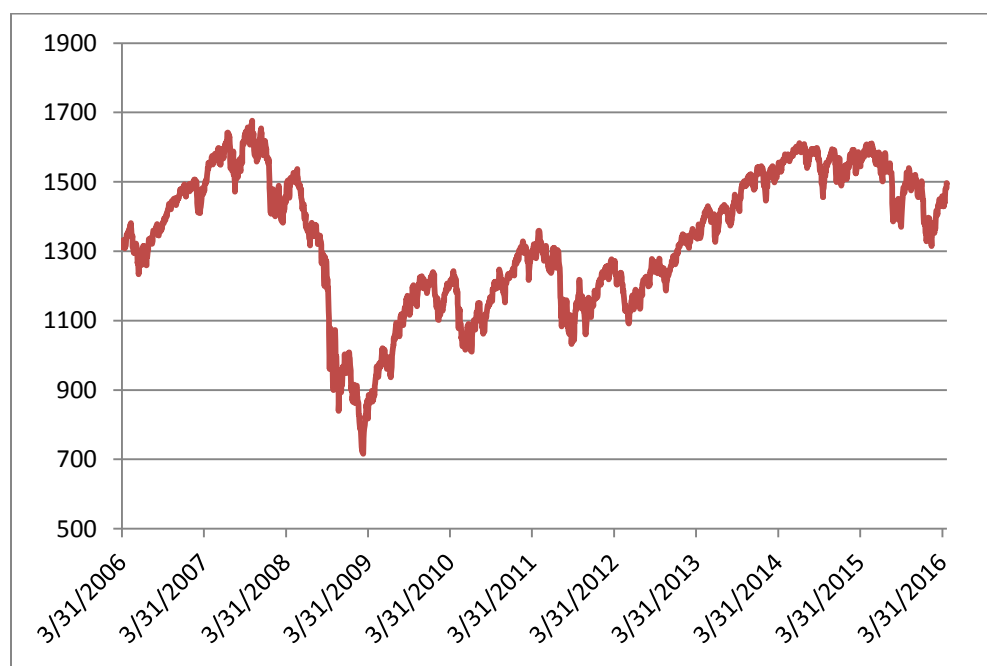
Tabela 3.31. Lista svjetskih berzi s najlošijim i najboljim kretanjima indeksa u 2008. godini

Berze s najlošijim rezultatom	Procenat promjene indeksa, %	Berze s najboljim rezultatom	Procenat promjene indeksa, %
Island	-94	Tunis	10
Bugarska	-80	Kostarika	-4
Ukrajina	-73	Maroko	-6
Ujedinjeni Arapski Emirati	-72	Venecuela	-9
Srbija	-71	Bocvana	-15
Litvanija	-71	Slovačka	-19
Rumunija	-70	Liban	-21
Slovenija	-68	Meksiko	23
Vijetnam	-67	Čile	-25
Grčka	-66	Južna Afrika	-27

Izvor: Robertson, J. (2008). *Stock markets in 2008: a year to forget or to learn from?*, BBC News, www.news.bbc.co.uk.

³³¹ Rachdi, H. (2013). *The Impact of the International Financial Crisis on the Stock Market Return: The Case of the Tunisian Stock Exchange*, Journal of Empirical Economics, Vol. 1, No. 2, str. 67-74.

Standard i Pur rejting agencija (engl. *Standard & Poor*) kreirala je nekoliko globalnih indeksa koji prate nekoliko različitih segmenata globalnog tržišta. S&P globalni 100 indeks (*S&P Global 100 Index*) prati performanse 100 najvećih multinacionalnih (engl. *Blue-chip*) kompanija koje su prisutne u cijelom svijetu i on je tokom krize izgubio skoro 60% svoje vrijednosti. U normalnim uslovima prisustvo na različitim tržištima predstavlja garant stabilnijeg poslovanja zato što pad na jednom tržištu može da se nadomjesti rastom na drugom, geografski udaljenom, ali u uslovima globalne krize multinacionalne kompanije bile su više izložene kako lokalnom, tako i globalnom riziku i uticajima krize (Grafikon 3.27). Takođe, vidimo da oporavak ovog indeksa nije išao pravolinijski pošto je na kretanje cijena akcija kompanija iz korpe ovog indeksa značajno uticala i dužnička kriza u Evropi 2010. godine.



Grafikon 3.27. Kretanje S&P globalni 100 indeks (2006-2016. godina)

Izvor: *Standard & Poor* (23. februar 2016). www.us.spindices.com

S&P globalni 1200 indeks (*S&P Global 1200 Index*) najobuhvatniji je globalni indeks na svijetu, prati oko 70% ukupne svjetske tržišne kapitalizacije i u njegov sastav ulaze i S&P 500 (Sjedinjene Američke Države), S&P Evropa 350 (engl. *S&P Europe 350*), S&P TOPIX

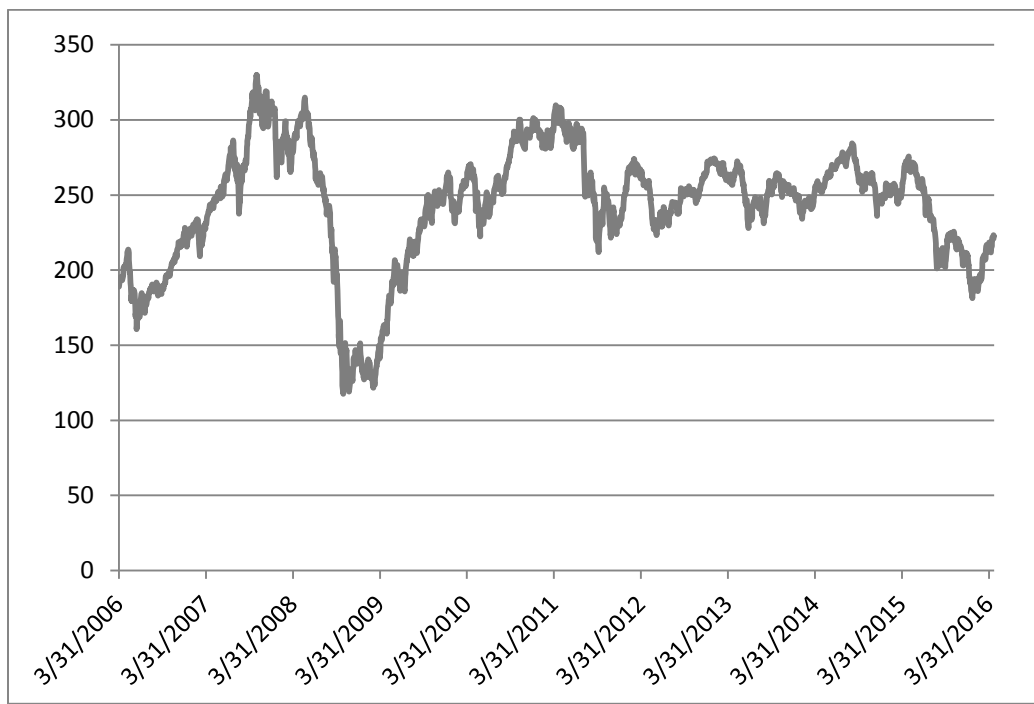
150 (Japan), S&P/TSX 60 (Kanada), S&P/ASX Australija 50 (engl. *S&P/ASX All Australian 50*), S&P Azija 50 (engl. *S&P Asia 50*) i S&P Latinska Amerika 40 (engl. *S&P Latin America 40*) (Grafikon 3.28). Njegovo kretanje slično je kretanju indeksa S&P globalni 100 indeks, budući da u njegovu korpu ulazi mnogo kompanija iz tog indeksa.



Grafikon 3.28. Kretanje S&P globalnog 1200 indeksa

Izvor: Standard & Poor (23. februar 2016). www.us.spindices.com

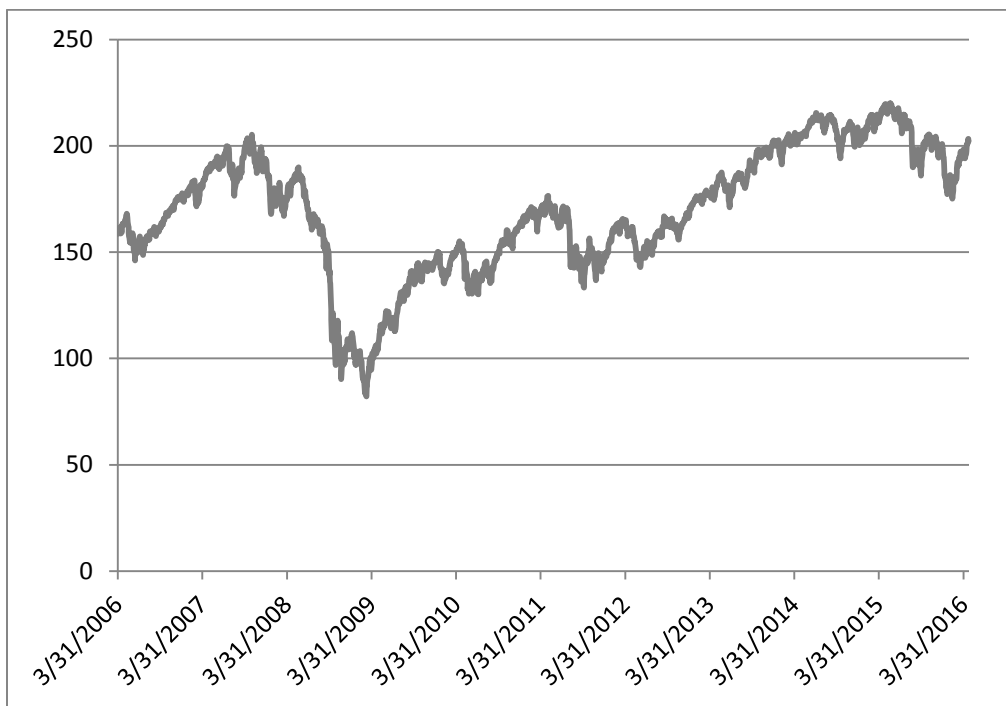
S&P indeks tržišta u razvoju (*S&P Emerging BMI Index*) obuhvata sve kompanije sa sjedištem u zemljama u razvoju koje se nalaze u S&P globalni indeks sa tržišnom kapitalizacijom od najmanje 100 miliona dolara koja se nalazi u prometu i sa minimalnim godišnjim berzanskim prometom od 50 miliona dolara (Grafikon 3.29). Ovaj indeks pokazuje više stope fluktuacije nego prethodna dva S&P indeksa, što je i logično budući da je izražena volatilnost cijena akcija karakteristična za tržišta u razvoju, bez obzira na to što je riječ o najvećim i najlikvidnijim hartijama na tim berzama.



Grafikon 3.29. Kretanje S&P indeksa tržišta u razvoju

Izvor: *Standard & Poor* (23. februar 2016). www.us.spindices.com

S&P globalni indeks (*S&P Global BMI Index*) pokriva 11.000 kompanija iz 46 zemalja, koristeći iste kriterijume tržišne kapitalizacije i likvidnosti kao i S&P indeks tržišta u razvoju (*S&P Emerging BMI*). Ovaj indeks se najčešće koristi kao reper za praćenje performansi investicionog portfolija koji se odnosi na međunarodno investiranje (Grafikon 3.30).



Grafikon 3.30. Kretanje S&P globalnog indeksa

Izvor: *Standard & Poor* (23. februar 2016). www.us.spindices.com

Svi pokazatelji navedeni u ovoj glavi, koji se odnose na globalno tržište kapitala, kao i oni koji se odnose na konkretan region, zemlju ili berzu, dovode do zaključka da je veoma izražena korelacija u kretanjima tržišta kapitala u periodu od 2004. do 2014. godine. Globalizacija, praćena ili podstaknuta tehnološkim i informacionim napretkom, povezala je sve svjetske ekonomije i društva u čvor u kojem je samo pitanje postoje li institucionalni okviri u kojima jedna zemlja može da uzme najbolje od tog procesa, a da se i zaštiti od negativnih posljedica. Sinhronizovano djelovanje finansijskih tržišta, praćeno slobodnim kretanjem kapitala i informacija preko granica, posebno utiče na tržišta u razvoju na kojima i manje kretanje u nekoj finansijskoj aktivni dovodi do velikog poremećaja, dok reakcija realnog sektora obično prilično kasni i nema intenzitet kao berzanska reakcija. Teško je posmatrati tržišta u razvoju kao jedinstvenu grupu, pošto među njima postoje velike razlike, npr. Kina i Indija su lideri u ekonomskom rastu, čak i u uslovima krize, neke od njih su veoma zavisne od cijena sirovina i nafte (Rusija, zemlje bivšeg Sovjetskog Saveza), dok

zemlje Istočne Evrope imaju visok tekući deficit, koji u uslovima smanjenog spoljnog finansiranja i rasta kamatnih stopa može da izazove velike probleme.³³²

Svjetska ekonomska kriza je dovela do gubitka tržišne kapitalizacije na svjetskim tržištima kapitala koji je procijenjen na 28 biliona dolara. Ipak, sve berze su registrovale oporavak već 2009. godine, praveći takozvani V-model kretanja akcija,³³³ kada poslije oštrog pada u kratkom roku dolazi do brzog oporavka akcija, tako da je globalna tržišna kapitalizacija 2009. godine porasla za 12 biliona dolara, a 2010. godine za dodatnih 7 biliona dolara (ukupna vrijednost globalne tržišne kapitalizacije iznosila je 51,4 biliona dolara u 2010. godini).³³⁴ I svi ostali pokazatelji ukazuju na stabilizaciju i oporavak, čak i brže nego što se to dešavalo s makroekonomskim pokazateljima ili u realnom sektoru. Ipak, velike posljedice dužničke krize iz Sjedinjenih Američkih Država, koje je osjetio čitav svijet, pokazale su da se istim transmisionim kanalima prenose kako pozitivni, tako još intenzivnije i brže i negativni trendovi na tržištu kapitala, pogotovo kada su i lokalna tržišta prethodno prošla slično stanje investicione euforije kao i tržište koje je inicijator krize.

3.3.5. *Regulatorni odgovor na svjetsku finansijsku krizu*

Aktivnost Federalnih rezervi Sjedinjenih Američkih Država svodila se u fazi rasta tržišta nekretnina i različitih “kreativnih“ oblika primjena sekjuritizacije u periodu prije krize, na ignorisanje veoma jasnih činjenica da je riječ o balonu koji nije mogao dugo da opstane. Takav pristup ostavio je veliki slobodan prostor velikim investicionim bankama za razvoj najrazličitijih finansijskih instrumenata, koji su imali jedini cilj – da se putem sekjuritizacija što brže oslobodi investirani novac u konkretnoj aktivni i ponovo vrati u opticaj i sljedeći krug investiranja. Na taj način stvorena je spirala investiranja u kojoj je korišćenje finansiranja iz duga bio primarni investicioni model. Ovom modelu se ne može osporiti i određeni demokratski karakter pošto se pomoću njega omogućuje i onima s

³³² Prasad, E. & Kose, A. (2009). *Financial Markets and Emerging Economies: The Decoupling Debate Is Back!*, Foreign Policy Magazine, <http://www.brookings.edu>.

³³³ <http://thepatternsite.com/vtopbot.html>.

³³⁴ *The World Bank* (23. februar 2016). www.databank.worldbank.org.

manjim osnovnim kapitalom da preuzmu veći rizik kod investiranja i tako, zahvaljujući potencijalno boljem poslovnom modelu i inicijativama, kroz pozitivne poslovne rezultate u krajnjoj instanci podignu i nivo društvenog blagostanja. Naravno, pitanje definisanja granica i kontrole korišćenja finansiranja pomoću duga bio je ključni aspekt koji je u sebi krio osnovu budućih problema.

Ključna aktivnost monetarnih vlasti Sjedinjenih Američkih Država koja se odnosila na regulaciju i kontrolu sistema investicionog bankarstva bila je pod jurisdikcijom Komisije za hartije od vrijednosti i berze, zatim države Njujork i samoregulatornih organizacija. Nisu postojali jasni signali saradnje ovih institucija u obavljanju svojih poslova, posebno u vezi s kontrolom adekvatnosti kapitala investicionih banaka, koje su bile aktivne na tržištu hipotekarnih derivata, a sama Komisija za hartije od vrijednosti i berze nije imala dovoljno autoriteta da primora velike banke da redovno dostavljaju svoje finansijske izvještaje, poput visine kapitala, likvidnosti ili nivoa finansiranja duga. Država Njujork je imala nadležnost da kontroliše poslovanje banaka, ali nije imala nadležnosti da kontroliše nebankarske filijale i holding kompanije koje su bile u vlasništvu banaka. Zbog tog nedostatka napravljen je Program konsolidovane supervizije (engl. *Consolidated Supervised Entities Program*), u koji su investicione banke dobrovoljno ulazile i koji je trebalo da popuni regulativnu prazninu u kontrolisanju holding kompanija investicionih banaka. Ipak, mogućnost izbora da li će se banke prijaviti u ovaj program učinila ga je skoro beskorisnim i on je suspendovan septembra 2008. godine, bez ikakvih rezultata (npr. njime nije bio definisan nivo dozvoljenog odnosa ukupne visine kredita finansiranih na osnovu duga prema kapitalu banke).³³⁵

Takođe, pošto taj program nije spriječio dalji razvoj krize i kolaps banaka Bar Šterns i Liman braders, sve ostale velike investicione banke organizaciono su se transformisale u bankarske holding kompanije (engl. *Bank Holding Companies*), koje su bile pod kontrolom Komisije za hartije od vrijednosti i berze. Suočene sa sve većim brojem bankrotstava

³³⁵ Ryback, W. (2009). *Case Study on Bear Sterns*, Toronto Leadership Centre, www.siteresources.worldbank.org, str. 7-9.

hipotekarnih kreditora, Federalne rezerve Sjedinjenih Američkih Država su, pored uvođenja Programa konsolidovane supervizije, kao jedinu reakciju imale pokušaje traženja kupaca za problematične banke. U uslovima nadolazeće krize nije bilo mnogo potencijalnih kupaca, tako da su oni dovoljno dalekovidni kupci iskoristili priliku da dobiju imovinu ili portfelj očišćen od loših kredita i derivata prije stečaja (u slučaju banke Bar Šterns to je uradio Meril Linč) ili poslije stečaja (u slučaju Liman braders imovinu su preuzeli Barkli banka i Nomura; u slučaju banke Vašington mjučual to je učinio Dž.P. Morgan). Interesantna je činjenica da nijedan od rukovodilaca banke Liman braders nije bio krivično gonjen zbog stečaja banke i prekršaja koje su nesumnjivo pravili.³³⁶

Donošenjem Zakona o hitnoj ekonomskoj stabilizaciji (engl. *Emergency Economic Stabilization Act*) Kongres Sjedinjenih Američkih Država uradio je 3. oktobra 2008. godine jedini potez koji je mogao da preokrene situaciju i zaustavi dalju eskalaciju krize.³³⁷ Ovim zakonom omogućeno je sprovođenje Plana za rješavanje problematične aktive (engl. *Troubled Asset Relief Plan – TARP*), kojim je bilo predviđeno izdvajanje 787 milijardi dolara za kupovinu kontaminirane aktive kod banaka, posebno hartija od vrijednosti vezanih za hipotekarne kredite, kao i pomoć automobilske industriji.³³⁸

Od ukupno planiranog iznosa za stabilizaciju američkog finansijskog tržišta, obnovu ekonomskog rasta i sprečavanje daljih velikih bankrotstava, iskorišćena je suma od 475 milijardi dolara, koja je raspoređena na sledeći način:

- 250 milijardi dolara bilo je predviđeno za stabilizaciju bankarskog sektora,
- 27 milijardi dolara za povećanje kreditne aktivnosti banaka (u formi depozita),
- 82 milijarde dolara za spasavanje automobilske industrije,
- 70 milijardi dolara za stabilizaciju osiguravajuće kuće AIG,

³³⁶ Wiggins, R. Z., Piontek, T. & Metrick, A. (2014). *The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview*, Yale Program of Financial Stability Case Study 2014-3A-V1, Yale School of Management, str. 11.

³³⁷ *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*, Public Law 110-343-Oct. 3, 2008.

³³⁸ Fauver, R. C. (2011). *Crisis, Response, and Innovation in America and Abroad*, in: Savona, P., Kirton, J. J. & Oldani, C. (eds). *Global Financial Crisis: Global Impact and Solutions*, Ashgate Publishing Company, Farnham, England, str. 24-25.

- 46 milijardi dolara za pomoć porodicama koje su izgubile svoje nekretnine tokom krize.³³⁹

Iako je ovaj potez izazvao i protivljenja, prije svega zbog stava da se novac američkih poreskih obveznika koristi za spasavanje privatnih banaka i kompanija, ukupni troškovi se procjenjuju na 40 milijardi dolara, pošto je iznos za pomoć bankarskom sektoru dat ukupnom broju od 707 korisnika u vidu kredita ili depozita za likvidnost, sa definisanim kamatnim obavezama (ovaj segment ostvario je prinos od 24 milijarde dolara), dok se najveći gubitak ovog programa i dalje očekuje u dijelu direktne pomoći ugroženim kategorijama stanovništva.³⁴⁰

Pored direktne pomoći za zaustavljanje krize i oporavak finansijskog sektora, bile su neophodne i mjere u vezi sa regulacijom finansijskog tržišta, posebno segmenta investicionog bankarstva. Dod-Frankov zakon (engl. *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*)³⁴¹ donesen je 2010. godine s namjerom da spriječi pojavu događaja koji su doveli do dužničke krize i smanji rizik po finansijski sistem Sjedinjenih Američkih Država ili, kao što je navedeno u preambuli Zakona, da “zastupa finansijsku stabilnost u Sjedinjenim Američkim Državama jačajući odgovornost i transparentnost u finansijskom sistemu, da eliminiše princip “prevelik da bi propao“, da štiti američke poreske obveznike okončavanjem državne pomoći ugroženim korporacijama i da štiti potrošače od štetne poslovne prakse u sektoru finansijskih usluga.”³⁴²

Ovim zakonom dato je ovlaštenje Državnoj korporaciji za osiguranje depozita (engl. *Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC*) da kontroliše najveće finansijske institucije u zemlji. Takođe, formirane su nove državne agencije:

³³⁹ U.S. Department of Treasury (10. april 2016). *TARP Programs*, www.treasury.gov.

³⁴⁰ Federal Reserve Bank of St. Louis (2013). *The Troubled Asset Relief Program – Five Years Later*, www.stlouisfed.org.

³⁴¹ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (2010). www.sec.gov.

³⁴² *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (2010). www.sec.gov.

- Nadzorni savjet za finansijsku stabilnost (engl. *Financial Stability Oversight Council – FSOC*) – Zadatak ovog savjeta je da obezbjedi sveobuhvatnu kontrolu stabilnosti finansijskog sistema Sjedinjenih Američkih Država, promoviše poštovanje tržišne discipline i reaguje na potencijalne rizike po stabilnost sistema.³⁴³
- Uprava za sprovođenje likvidacija (engl. *Orderly Liquidation Authority*) – Ova uprava dobila je ovlašćenja u vezi s potencijalnim likvidacijama kompanija koje su nazivane “*too big to fail*“ – prevelike da bi propale, tako što su imale opcije njihovog rasparčavanja ili restrukturiranja u uslovima finansijskih problema. Takođe je dobila ovlašćenja da prepusti vođenje bankrotstva Državnoj korporaciji za osiguranje depozita, koja je dobila vremenski rok od tri do pet godina da pokuša da podigne kompaniju pred bankrotstvom. Ovim zakonom precizirano je da su akcionari u problematičnim kompanijama ostavljeni da sami snose svoje gubitke, a loš menadžment morao je biti smijenjen.³⁴⁴
- Biro za zaštitu korisnika finansijskih usluga (engl. *Consumer Financial Protection Bureau*) – Zadatak ovog biroa bila je zaštita klijenata od nesavjesnih hipotekarnih kreditora, definišući obaveze ovih institucija u jasnom i detaljnom informisanju klijenata i ograničavajući visinu premija koje su stimulisale brokere da odobravaju kredite nesolventnim klijentima.³⁴⁵
- Kancelarija za rejting agencije – Zaduženje ove kancelarije je kontrolisanje poslovanja rejting agencija, praćenje njihovog poslovanja i poštovanja pravila kod aktivnosti utvrđivanja kreditnih rejtinga kompanija i hartija od vrijednosti.³⁴⁶

U Dod-Frankovom zakonu definisano je i tzv. Vokerovo pravilo, kojim je bankama i bankarskim holding kompanijama, kao i predstavništvima stranih banaka u Sjedinjenim Američkim Državama, zabranjena špekulativna trgovina akcijama hedž i privatnih

³⁴³ U.S. Department of the Treasury (5. april 2016). www.treasury.gov.

³⁴⁴ Legal Information Institute (5. april 2016). *Dodd-Frank: Title II – Orderly Liquidation Authority*, Cornell University Law School, www.law.cornell.edu.

³⁴⁵ Murphy, E. V. (2015). *Who Regulate Whom and How? An Overview of U.S. Financial Regulatory Policy for Banking and Security Markets*, Congressional Research Service, 7-5700, R43087, str. 14.

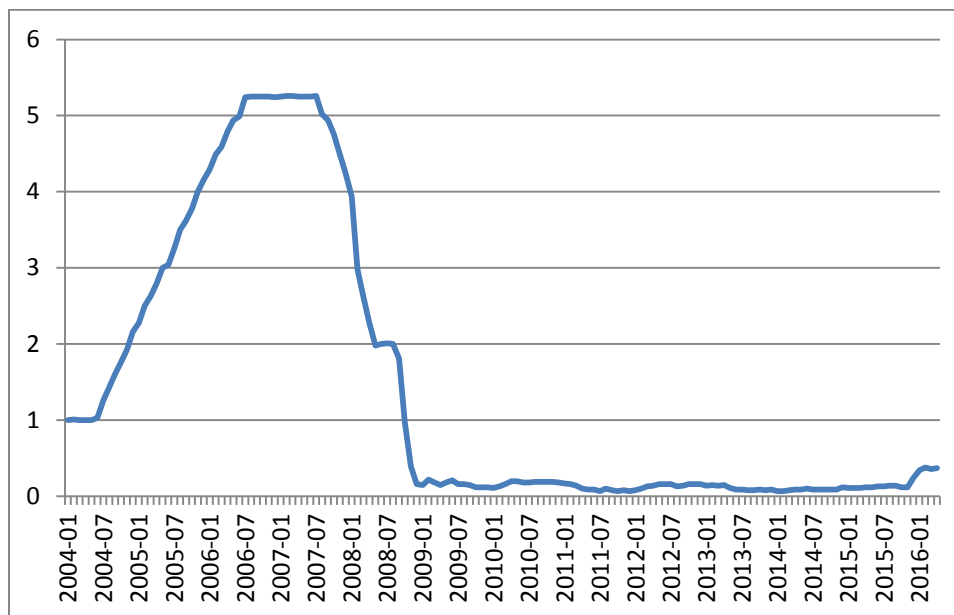
³⁴⁶ U.S. Security and Exchange Commission (5. april 2016). www.sec.gov.

akcijskih fondova, kao i dugoročno investiranje više od 3% kapitala banke u akcije ovih fondova. Izuzetak predstavljaju aktivnosti zastupanja klijenata u kupovini akcija ovih fondova, poslovi pokroviteljstva (underwriting) i market meking-a. U situacijama kada je dozvoljeno investiranje u ovu vrstu fondova banke su obavezne da prijave Nadzornom savjetu za finansijsku stabilnost iznos i prirodu takve investicije.³⁴⁷ Ovo pravilo nije prihvaćeno izvan Sjedinjenih Američkih Država, posebno ne u Evropi, gdje je model univerzalnog bankarstva preovlađujući i gdje je osnovni poslovni model banaka zasnovan na pružanju usluga i komercijalnog i investicionog bankarstva. Budući da je ova odredba okarakterisana kao blaža verzija odredbe Glas-Stigalovog zakona o razdvajanju ovih bankarskih poslova kod američkih banaka (koja je inače ukinuta 1999. godine na insistiranje banaka), ovo pravilo nije imalo potrebnu težinu kojom bi zaštitilo američki bankarski sistem od budućih sličnih situacija.³⁴⁸

Federalne rezerve su drastičnim korekcijama efektivne kamatne stope pokušale da stimulišu oporavak privrede koja je ušla u recesiju kao posljedicu krize hipotekarnih kredita. Od marta 2007. godine, kada je ova kamatna stopa iznosila 5,26%, ona je serijom smanjivanja dostigla vrijednost od 0,15% u januaru 2009. godine (Grafikon 3.31).

³⁴⁷ Schapiro, M. L. (2011). *Testimony on "Financial Regulatory Reform: The International Context"*, Before the United States House Committee on Financial Services, str. 6.

³⁴⁸ Boston University (2011). *Development in Banking Law*, str. 13-22, www.bu.edu.



Grafikon 3.31. Kretanje efektivne kamatne stope Federalnih rezervi Sjedinjenih Američkih Država (2004-2016. godina)

Izvor: *Federal Reserve* (5. april 2016). www.federalreserve.gov

Pored korekcije efektivne kamatne stope, može se reći da su Federalne rezerve preuzele aktivnosti na ublažavanju efekata krize slijedeći svoju ulogu kao posljednjeg utočišta, pružajući kratkoročne pozajmice bankama i drugim finansijskim institucijama, ali i direktnom pozajmljivanju dužnicima i investitorima, što je do tada bilo nezamislivo.³⁴⁹

Pored ovih aktivnosti, Federalne rezerve su reagovalе operacijama na otvorenom tržištu kako bi olakšale funkcionisanje kreditnog tržišta, kupovinom dugoročnih dužničkih hartija od vrijednosti, što je i donijelo rezultate budući da je poslije pet kvartala negativnog rasta bruto društvenog proizvoda u Sjedinjenim Američkim Državama od trećeg kvartala 2008. godine, konačno izašla iz recesije u četvrtom kvartalu 2009. godine.³⁵⁰

Dužnička kriza se iz Sjedinjenih Američkih Država proširila po cijelom svijetu i dovela do velikih problema u globalnom bankarskom sistemu. Banke su prestale da kreditiraju kompanije, kao i da se međusobno pozajmljuju. Veliki broj banaka bio je na granici

³⁴⁹ Kohn, D. L. (2010). *The Federal Reserve's Policy Action during the Financial Crisis and Lessons for the Future*, At the Carleton University, Ottawa, www.federalreserve.gov.

³⁵⁰ *Federal Reserve Bank of St. Louis* (5. april 2016). www.research.stlouisfed.org.

bankrotstva u Velikoj Britaniji, Njemačkoj, Francuskoj, Holandiji, Islandu zbog izloženosti američkom hipotekarnom tržištu i vlade tih zemalja su morale da ih spasavaju putem dodatnih kreditnih linija i nacionalizacije. Da bi mogle da finansiraju pomoć bankama države su morale dodatno da se zadužuju na tržištu, što je njihove visoke budžetske deficite učinilo neizdrživim, a potencijalne investitore sve nepovjerljivijim. Evropske monetarne vlasti nisu bile spremne na krizu i izostala je njihova koordinisana akcija, tako da su države članice EU samostalno reagovale na situaciju. Kriza koja je u Evropu došla kao bankarska, postala je kriza državnog duga i pokazala više problema u funkcionisanju evropskog finansijskog sistema:

- preveliki fokus na visinu deficita, koji je finansiran rastom inostranog duga,
- nedostatak praćenja makroekonomskih i konkurentskih neravnoteža,
- nepoštovanje ekonomskih propisa i pravila na nivou država članica Evropske unije,
- institucionalna slabost i sporost kod donošenja odluka,
- nedostatak mehanizma hitne finansijske pomoći državama članicama EU.³⁵¹

Da bi spriječila kolaps bankarskog sistema, Evropska unija je rezervisala sredstva u visini od 1,6 biliona evra za period od 2008. do 2011. godine, što je predstavljalo 13% ukupnog bruto društvenog proizvoda Evropske unije.³⁵² Takođe, usvojen je i program oporavka čija je funkcija bila da održi nivo zaposlenosti i socijalne zaštite, kao i da pomogne rast investicija. Savjet ministara zemalja Evropske unije formirao je Evropski odbor za praćenje sistemskog rizika (engl. *European Systemic Risk Board*) i Evropski sistem finansijskog nadzora (engl. *European System of Financial Supervisors*), koji je uključivao tri nadzorna organa Evropske unije čiji je zadatak koordinacija rada regulatornih organa zemalja članica i osiguranje poštovanja donetih pravila:

- Evropska bankarska direkcija (engl. *European Banking Authority*) – zadatak ove uprave je nadzor banaka, s posebnim akcentom na kontrolu dokapitalizacija;

³⁵¹ European Commission (5. april 2016). *Economic and Financial Affairs*, www.ec.europa.eu.

³⁵² European Commission (5. april 2016). *Economic and Financial Affairs*, www.ec.europa.eu.

- Evropska direkcija za hartije od vrijednosti i tržišta (engl. *The European Securities and Markets Authority*) – nadzor nad tržištima kapitala i direktna kontrola rejting agencija;
- Evropska direkcija za osiguranje i radne penzije – nadzor nad osiguravajućim kompanijama.³⁵³

Iako je veoma brzo uslijedila akcija i pomoć bankarskom sektoru u Evropskoj uniji od strane Evropske centralne banke, određeni autori poput Kafrani (Cafruny, 2010) smatraju da je globalna kriza riješena prvenstveno potezima koje su povukle Federalne rezerve Sjedinjenih Američkih Država.³⁵⁴ Sa druge strane, prema predsjedniku Evropske centralne banke u periodu finansijske krize Trišeu, ova banka je reagovala od prvog momenta kada se prepoznala opasnost od širenja hipotekarne krize van granica Sjedinjenih Američkih Država.³⁵⁵ Pored korekcija referentne kamatne stope EURIBOR sa 4,25% u oktobru 2008. godine na 1% u maju 2009. godine, sa idejom da se pojača privredna aktivnost u Evropskoj uniji i održi stabilnost cijena, Evropska centralna banka se fokusirala na obezbjeđivanje dodatnih sredstava za održavanje likvidnosti banaka u okviru Evropske unije pod povoljnim kamatnim stopama i preduzela neke nestandardne monetarne mjere, poput olakšane kreditne podrške, zajedno sa opcijom kupovine na tržištu kapitala privatnih i javnih dugova putem Programa za tržište hartija od vrijednosti (engl. *Security Market Program – SMP*); ovaj pristup nazvan je “skriveno posljednje utočište”.³⁵⁶ Evropska centralna banka je već u periodu prije globalne finansijske krize počela da otkupljuje privatne dugove, što se pokazalo kao dobar potez u periodu krize. Tokom 2010. godine Evropska centralna banka kupila je obveznice u visini od 60 milijardi evra, što je zajedno sa aktivnostima u okviru Programa za tržište hartija od vrijednosti dostiglo vrijednost od 100

353 Lannoo, K. (2010). *Comparing the EU and U.S. Response to Financial Crisis*, str. 2
www.researchgate.net.

354 Cafruny, A. W. (2010). *The Global Financial Crisis and the Crisis of European Neoliberalism*, in: Talani L. S. (ed.). *The Global Crash: Towards A New Global Financial Regime*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, England, str. 121-140.

³⁵⁵ Trichet J-C. (2011). *The monetary policy of the ECB during the financial crisis*, Speech by Mr Jean-Claude Trichet, President of the European Central Bank, at the University of Montreal, Montreal, 6th June 2011, www.bis.org.

³⁵⁶ Talani, L. S. (2013). *Assesing the reaction of the EU to the financial and evrao-zone crisis*, Department of European and International Studies King's College London, str. 2, <http://www.idis.gr>.

milijardi evra.³⁵⁷ Treba istaći da u finansijskom sistemu Evropske unije banke imaju glavnu ulogu i da su one učestvovala u ukupnom finansiranju preduzeća sa 70%, dok u Sjedinjenim Američkim Državama banke čine samo 20% finansiranja preduzeća, a ostatak se nabavlja na finansijskom tržištu.³⁵⁸

Set reformskih mjera u bankarskom sektoru koje je usvojila Banka za međunarodna poravnanja u 2011. godini, poznatiji kao BAZEL III, predstavljao je regulatorni odgovor na ograničavanje efekata finansijske krize i spriječavanje njenog preliivanja na realni sektor.³⁵⁹ Veoma striktna mjera koje su usvojene u oblasti komercijalnog bankarstva (najznačajnija vezana za podizanje obavezne visine kapitala na 7% u odnosu na ukupnu aktivu banke do kraja 2019. godine), ostavile su i dalje neregulisan tzv. bankarski sistem u sjenci (engl. *Shadow Banking System* – poznat i kao “kapitalizam bez kapitala”).³⁶⁰ Ovaj sistem, koji obuhvata hedž fondove, privatne fondove, brokersko-dilerska društva, itd. nema pristup likvidnosti centralnih banaka ili sistemu zaštite depozita, ali može da preuzima velike dugove putem tržišta derivata.³⁶¹

Budući da se kriza u 2008. godini proširila na cijeli svijet, bila je neminovna sinhronizovana aktivnost centralnih banaka kod najrazvijenijih zemalja. U kratkom vremenskom periodu referentne kamatne stope oborene su na minimum, sa idejom da se privredni oporavak ubrza i vrati povjerenje u finansijska tržišta (Grafikon 3.32).

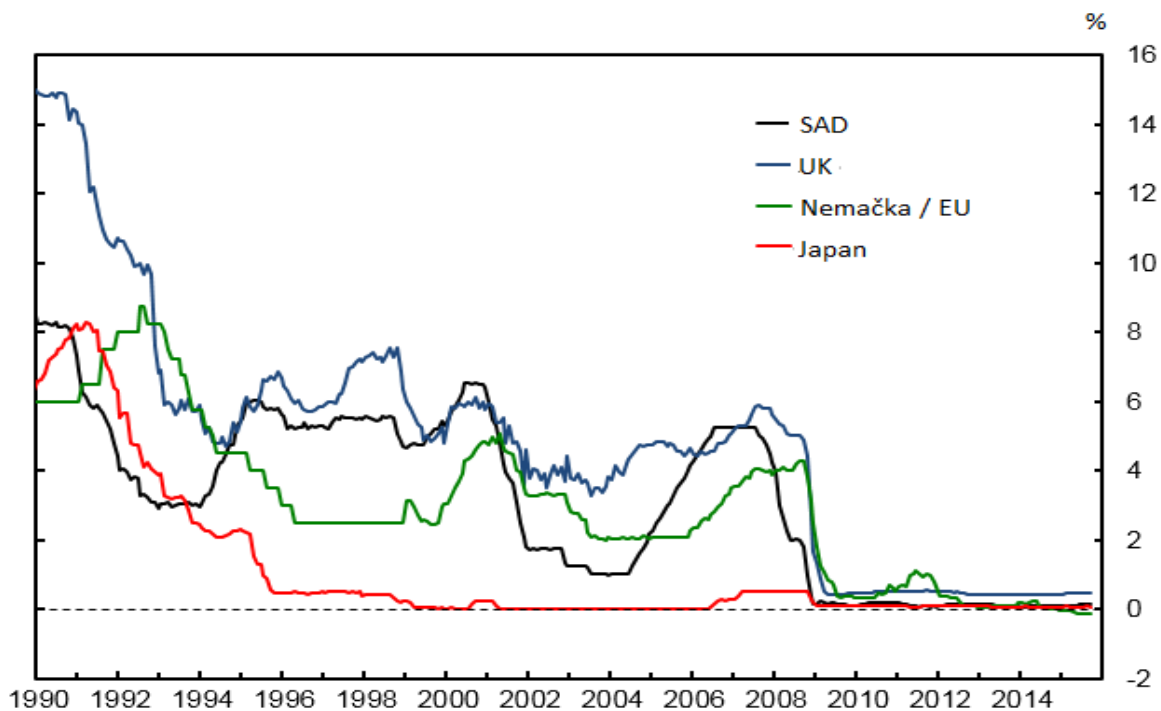
357 Stolz, S. M. & Wedow, M. (2010). *Extraordinary Measures in Extraordinary Times: Public Measures in Support of the Financial Sector in the EU and the United States*, European Central Bank, Frankfurt, Deutschland, str. 13.

358 European Central Bank (2009). *The ECB's enhanced credit support*, The keynote address by Jean-Claude Trichet, President of the European Central Bank at The University of Munich, Munich, 13 July 2009.

359 HSBC (april 2016). *The Basel III International regulatory framework for banks*, <http://www.hsbcnet.com/basel-iii>.

360 Baur, B. & Wackerbeck, P. (2013). *Into the Shadows: How regulations fuels the growth of the shadows banking sector and how banks need to react*, The European Financial Review, www.Europeanfinancialreview.com.

361 Grant, W. & Wilson, G. K. (2012). *The Consequences of the Global Financial Crisis: The Rhetoric of Reform and Regulation*, Oxford University Press, Oxford, United Kingdom, str. 8-9.



Grafikon 3.32. Kretanje kratkoročnih kamatnih stopa (1990-2015. godina)³⁶²

Izvor: Williams J. C. (2015). Will interest rates be permanently lower? *CEPR's Policy Portal*, www.voxeu.org

Visina kratkoročnih kamatnih stopa već je duže vreme na rekordno niskom nivou, čak i sa negativnom vrijednošću u Japanu, Švajcarskoj, Švedskoj i postavlja se pitanje koliko dugo ona može da ostane na ovom nivou.³⁶³ Ipak, prvi put poslije juna 2006. godine (kada je targetirana kamatna stopa Federalnih rezervi dostigla vrijednost od 5,25%), ova institucija je u decembru 2015. godine donijela odluku o povećanju ove stope za 0,25%, kao signal da je američka privreda na dobrom putu oporavka.³⁶⁴ U svakom slučaju, mnogo se opreznije prilazi potencijalnim problemima i realnije se sagledavaju mogućnosti da se ponovi kriza, koja je ostavila dubok trag u svim ekonomijama svijeta.³⁶⁵

³⁶² Williams, J. C. (2015). Will interest rates be permanently lower? *CEPR's Policy Portal*, www.voxeu.org.

³⁶³ Vieira, F. V. (2011). *The new international financial crisis: causes, consequences and perspectives*, Revista de Economia Política, Vol. 31, No. 2, www.scielo.br.

³⁶⁴ Cox, J. (2015). FED Raises Rates for 25 Basic Points, First Since 2006, *CNBS*, www.cnbs.com.

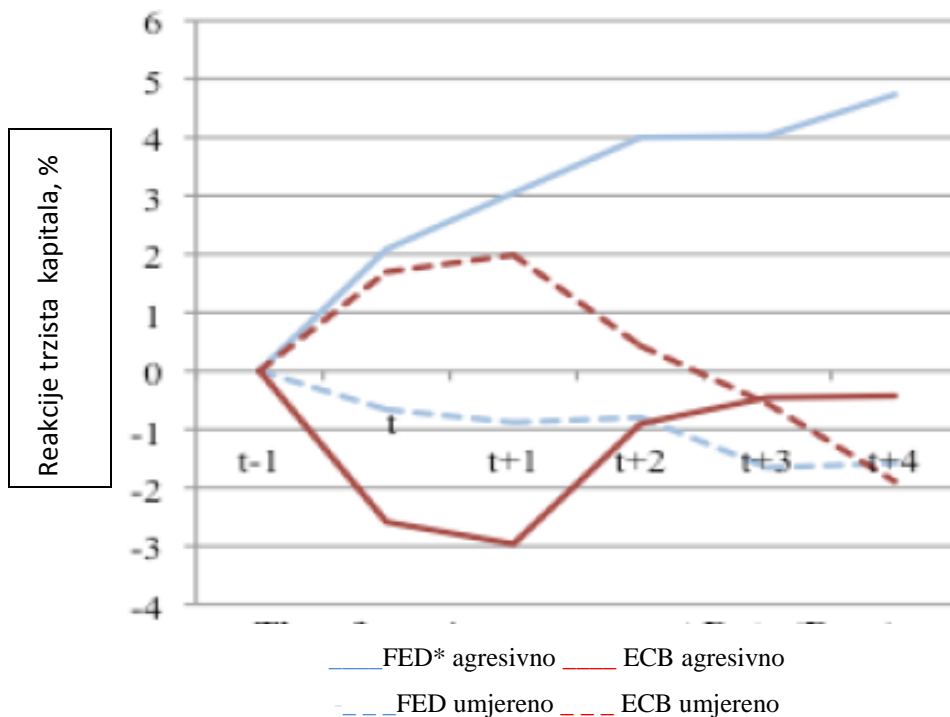
³⁶⁵ Williams, J. C. (2015). Will interest rate be permanent lower?, *The Centre for Economic Policy Research, VOX – CEPR's Policy Portal*, <http://vox.eu.org>.

Prema Kang i dr. (Kang et al., 2015), prilikom korekcija kamatnih stopa, tržišta kapitala su reagovala više pozitivno na smanjenje kamatnih stopa od strane Federalnih rezervi, dok je takva reakcija u prosjeku izostajala kod smanjenja kamatnih stopa od strane Evropske centralne banke (Grafikon 3.33). To znači da su Federalne rezerve uspjele da povrate povjerenje učesnika na finansijskom tržištu, koji su ponovo pronašli optimizam i sigurnost u njihovim mjerama. Za razliku od Federalnih rezervi, reakcije Evropske centralne banke tumačile su se kao građenje skloništa kada je oluja već počela, tako da Kang i dr. (2015)³⁶⁶ smatraju da je ponašanje Federalnih rezervi tokom globalne finansijske krize donijelo značajno bolje ekonomske efekte, ali i popravilo njihov kredibilitet na tržištu kao institucije koja ne čeka, već i kreira poslovni ambijent.

Prema Kang i dr. (Kang et al., 2015), pod agresivnim smanjenjem kamatnih stopa smatra se svako smanjenje od 0,5 procentnih poena i više, dok je umjereno smanjenje ono koje iznosi manje od 0,5 procentnih poena: t-1 se odnosi na cijene akcija na zatvaranju dan prije objave promjene kamatnih stopa, dok se t+4 odnosi na cijene akcija na zatvaranju četiri dana od objave. Reakcija tržišta kapitala predstavlja kumulativnu promjenu u odnosu na promjenu kretanja cijena akcija u prethodnih 20 trgovačkih dana. Iz Grafikona 3.33 vidi se da je tržište reagovalo pozitivno na agresivne promjene kamatne stopa od strane Federalnih rezervi, dok su reakcije tržišta na intervencije Evropske centralne banke bile mlake ili negativne, što je i logično ako se ima u vidu značaj tržišta kapitala na ovim tržištima.³⁶⁷

³⁶⁶ Kang, D. W., Ligthart, N. & Mody, A. (2015). *The European Central Bank: Building a Shelter in a Storm*, Griswold Center for Economic Policy Studies, Working Paper No. 248, str. 2-4.

³⁶⁷ Kang, D. W., Ligthart, N. & Mody, A. (2015). *The European Central Bank: Building a Shelter in a Storm*, Griswold Center for Economic Policy Studies, Working Paper No. 248, str. 23-29.



Grafikon 3.33. Reakcije tržišta kapitala na agresivno i umjereno smanjenje kamatnih stopa od strane Federalnih rezervi i Evropske centralne banke (2007-2009. godine)

Izvor: Kang D. W., Ligthart N. & Mody A. (2015). *The European Central Bank: Building a Shelter in a Storm*, Griswold Center for Economic Policy Studies, Working Paper No. 248, str. 23

*FED – Federalne rezerve Sjedinjenih Američkih Država

Ovakvo ponašanje tržišta kapitala može se i objasniti činjenicama da tržište akcija u Sjedinjenim Američkim Državama fleksibilnije i efikasnije reaguje na promjene u monetarnoj politici nadležnih institucija, a pogotovo u periodu finansijske krize, kada se svaka mjera iz monetarne sfere dugo očekivala i odmah valorizovala na tržištu, dok su u Evropi, upravo zbog bankocentričnosti finansijskog sistema, reakcije bile umjerenije, što ne mora da znači da su dočekivane s manje pažnje od odluka Federalnih rezervi.

Impozantni rast kineskog bruto društvenog proizvoda u godinama prije dužničke krize fascinirao je čitav svijet, ali je i on bio pogođen finansijskom krizom iz 2008. godine. Rast bruto društvenog proizvoda Kine pao je sa 11,4% u 2007. godini na 9,05 u 2008. godini, što je i ispod 30-godišnjeg prosječnog rasta bruto društvenog proizvoda od 9.7%. Pad stopa

rasta izvoza bio je još dramatičniji zbog problema u kojima se našla privreda Sjedinjenih Američkih Država, glavno izvozno tržište Kine, i od godišnje stope rasta od 35,7% u 2004. godini pao je na 17,25% u 2008. godini. Ovi pokazatelji jasno govore da i kinesko tržište ne može ostati izolovano od globalnih kretanja, tako da su njihove monetarne vlasti morale da se bore da spriječe prelivanje uticaja krize na bankarski i realni sektor, kao i da ne dozvole da unutrašnje manjkavosti finansijskog sistema pokrenu talas krize iznutra.³⁶⁸

U godinama prije krize, zahvaljujući reformama bankarskog sistema, kineske banke su dokapitalizovane, poboljšano je korporativno upravljanje, kao i sistem kontrole bankarskog sistema. Najveći potencijalni problem kineske ekonomije bio je u činjenici da je njen privredni rast u potpunosti zasnovan na tri stuba: izvoz, investicije i nekretnine, koji su svaki ponaosob bilježili ogroman rast u prethodnom periodu.³⁶⁹ Osnovna reakcija na krizu bila je da se zaštite ova tri privredna segmenta i realni sektor u privredi, a zatim da se sačuva bankarski sektor. Procjene da će ova kriza izazvati velike globalne potrese, ali da će imati ograničen rok trajanja (dvije godine), zajedno sa visokim nivoom deviznih rezervi, učinila je da Kina postane ozbiljan globalni investitor u uslovima globalne krize, od ulaganja u naftu i sirovine do naprednih tehnoloških kompanija. Niska domaća tražnja, koja je godinama bila u zapečku zbog fokusiranosti na izvoz, u uslovima krize postala je prioritet, a pošto je bila na veoma niskom nivou njen rast je bio relativno lako ostvariv.

Činjenica je da je kineska vlada bila veoma restriktivna u vezi sa investiranjem u finansijske derivate, dozvoljavajući samo minimalne investicije u tzv. otrovne (engl. *Toxic*) finansijske instrumente. Sva ograničenja koja su postojala na kineskom tržištu kapitala (ograničeno učešće stranog kapitala u bankama, kontrola portfolio investicija, restriktivna politika davanja licence za Kvalifikovanog stranog investitora na kineskim berzama), koja su tretirana kao blokada razvoju ovog tržišta, u uslovima globalne finansijske krize

³⁶⁸ Zhang, Z., Li, W. & Shi, N. (2009). *Handling the Global Financial Crisis: Chinese Strategy and Policy Response*, str. 7, <http://ssrn.com/abstract=1377049>.

³⁶⁹ Prasad, S. E. & Rajan, R. G. (2006). *Modernizing China's Growth Paradigm*, Foprschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit, Bon, Deutschland, Discussion Paper No. 2248, str. 6.

ispostavila su se kao veoma korisna.³⁷⁰ U ljeto 2008. godine, neposredno pred početak Olimpijskih igara u Pekingu, kineska Vlada reagovala je veoma brzo i konkretno na sve veće poremećaje u Sjedinjenim Američkim Državama i među prvim zemljama u svijetu odobrila okvirni stimulatívni paket za pomoć realnom sektoru u visini od 586 milijardi dolara (odgovara vrijednosti 15,5% bruto društvenog proizvoda Kine u 2007. godini), najviše za infrastrukturne radove, kao i paket fiskalnih olakšica.³⁷¹ Ova informacija, kao i obaranje kamatne stope od strane Centralne banke Kine u šest uzastopnih rundi, poslala je signal da kineska Vlada želi da stimuliše ekonomski razvoj i značajno doprinijela smirivanju situacije na tržištu i smanjivanju panike kod investitora na tržištu kapitala. Čitav pristup kineskih ekonomskih i monetarnih vlasti globalnoj krizi bio je vrlo proaktivan, donošenje pravovremenih i ispravnih odluka učinilo je da je pad rasta bruto društvenog proizvoda, izvoza i tržišta kapitala bio značajan, ali vremenski veoma ograničen, i da je Kina među prvima reagovala na pojavu krize, ali isto tako i među prvima izašla iz nje, moglo bi se čak reći sa značajnim pozitivnim efektima za pozicioniranje na globalnom nivou.

Reakcija na finansijsku krizu došla je i iz organizacije Grupe 20 (engl. *G20*), koja okuplja najrazvijenije zemlje svijeta zajedno s najvećim zemljama u razvoju. Na svom prvom Samitu posvećenom globalnom finansijskom tržištu, održanom u 2008. godini, definisani su neophodni pravci reformi globalnog finansijskog tržišta,³⁷² koji obuhvataju:

- jačanje transparentnosti finansijskog tržišta, posebno kod kompleksnih finansijskih instrumenata;
- poboljšanje sistema kontrole, nadzora i upravljanja rizikom, kao i kontrolu rejting agencija;

³⁷⁰ Schmidt, D. & Heilmann, S. (2009). *Dealing With Economic Crisis in 2008-2009: The Chinese Government's Crisis Management in Comparative Perspective*, China Analysis 77, www.chinapolitik.de, str. 6.

³⁷¹ Schmidt, D. & Heilmann, S. (2009). *Dealing With Economic Crisis in 2008-2009: The Chinese Government's Crisis Management in Comparative Perspective*, China Analysis 77, www.chinapolitik.de, str. 10.

³⁷² G20 (2008). *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*, Washington DC, str. 3.

- unapređenje integriteta finansijskog tržišta, sa jačanjem zaštite prava malih akcionara, kontrola insajderskih trgovina i manipulacija tržištem, kao i izbjegavanje konflikta interesa;
- jačanje međunarodne saradnje u vezi sa regulacijom finansijskih tržišta;
- reforma međunarodnih finansijskih institucija, s ciljem adekvatnijeg djelovanja u uslovima finansijskih kriza, uz davanje više prostora potrebama nerazvijenih zemalja.

Jasno je da bi bez koordinisane akcije svih nadležnih međunarodnih i državnih regulatornih tijela posljedice globalne finansijske krize bile još izraženije. Zajedničkom akcijom na globalnom nivou efekti krize su anulirani u relativno kratkom roku od nekoliko godina, ali još uvijek je narušeno povjerenje u funkcionisanje finansijskog tržišta koje se osjeća i u 2016. godini, pošto postoji veliki strah od pojave budućih kriza. Sa druge strane, to je dovelo do pojačane pažnje svih učesnika na tržištu i kontrole funkcionisanja svih segmenata finansijskog tržišta, posebno od strane regulatora u najvećim ekonomijama svijeta i međunarodnim finansijskim institucijama.

4. Posljedice svjetske finansijske krize iz 2008. godine – slučaj Srbije

Finansijska kriza iz 2008. godine, čiji je okidač bila dužnička kriza izazvana kolapsom hipotekarnog tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama, zahvatila je u kratkom vremenskom periodu čitav svijet. Nijedna ekonomija niti tržište nisu izbjegli korekciju ili poremećaj, bez obzira na to da li su bili direktno ili indirektno povezani sa hipotekarnim tržištem u Sjedinjenim Američkim Državama. Domino efekat krize doveo je, pored egzaktnih makroekonomskih i mikroekonomskih gubitaka, i do gubitaka povjerenja potrošača i investitora i pojave straha i panike u vezi sa budućim kretanjima ekonomije i društva. U suštini, ova kriza predstavlja rezultat neoliberalističke ekonomske doktrine, koja je prisutna u svijetu od 1973. godine, kada je prvi put primjenjena u Čileu poslije državnog udara protiv tadašnjeg predsjednika te zemlje Salvadora Aljendea. Sjedinjene Američke Države i Velika Britanija ugradili su u temelje svoje makroekonomske politike principe

definisane Vašingtonskim konsenzusom, dok je veliki broj zemalja u razvoju i graničnih tržišta, pod uticajem i pritiskom Svjetske banke i Međunarodnog monetarnog fonda, u svoju tranziciju morao da ugradi brojne reforme, često neprimjerene njihovoj situaciji i fazi razvoja, kao što su bezuslovno otvaranje tržišta za strani kapital, liberalizacija tržišta radne snage, restriktivna monetarna politika, hitna i sveobuhvatna privatizaciju, itd. Pri tome se nije vodilo računa o posebnostima pojedinačnih zemalja, nivou razvijenosti, socijalnim i društvenim karakteristikama, itd.

Prema Jozefu Štiglicu, sprovođenje planova krupnog kapitala putem međunarodnih finansijskih institucija, s namjerom ostvarivanja neoliberalističkih ciljeva, doživljava se kao dogma u koju se ne sumnja i koja se, prema ovom autoru, sprovodi u četiri koraka:

- dirigovana privatizacija, zasnovana na interesima krupnog kapitala i korupciji ili, prema Štiglicu, “briberization“;
- liberalizacija tržišta kapitala, kojom se omogućava špekulativnim stranim investitorima kupovina domaće aktive pod povoljnim uslovima;
- uvođenje tržišnog određivanja cijena osnovnih životnih potrepština (hrana, voda, gas), koja dovodi do socijalnih tenzija, kada se sprovodi tzv. “treći i po korak“, kada Međunarodni monetarni fond preporučuje prodaju preostalih državnih “dragulja“;
- strategija smanjenja siromaštva uvođenjem slobodne trgovine, kada jeftini uvozni proizvodi preuzimaju tržišni udio od domaćih proizvođača.³⁷³

Ipak, neoliberalni koncept ne isključuje u potpunosti ulogu države, posebno u situacijama kada je potrebno upumpati novac u banke ili kompanije, čime se osiguravaju investicije i ulaganja krupnog kapitala. Ideal neoliberalizma nije slobodno tržište i razvoj konkurencije u svim oblastima, već privatizovana država i strukturni monopoli.³⁷⁴

Ovaj koncept optužen je da je u godinama prije 2008, stavljajući u prvi plan interese krupnog kapitala i ostvarivanja što većeg profita, vođen gramzivošću i korišćenjem

³⁷³ Phelan, J. P. (2001). *Renowned US Economists Denounce*, Global Policy Forum, www.globalpolicy.org.

³⁷⁴ Milutinović, M. (2014). *Neoliberalna bajka: Kritika neoliberalne ideologije*, Dosije, Beograd, str. 14.

državnih institucija za svoje interese doveo do pojave hipotekarne krize u Sjedinjenim Američkim Državama. Važno je istaći, radi boljeg razumijevanja suštine krize, da su neoliberalni ekonomisti javno isticali sljedeće argumente protiv ovih optužujućih stavova, te da su prema njima razlozi za pojavu krize sledeći:

- predugačak period u kojem su Federalne rezerve držale nizak nivo kamatnih stopa, što je omogućilo pojavu balona na tržištu nekretnina. Kontraargument je da je ekspanzivna monetarna politika logičan odgovor na recesiju, u kojoj je američka privreda bila od 2000. godine. Kratkoročne kamatne stope postepeno su rasle, dok su dugoročne kamatne stope ostale na relativno visokom nivou u periodu od 2001. do 2007. godine;
- ključna uloga državnih finansijskih institucija (Nacionalne hipotekarne asocijacije i Nacionalne korporacije za hipotekarne kredite) u izazivanju hipotekarne krize. Ove kreditne organizacije bile su od 1968. godine u privatnom vlasništvu, a do 2005. godine nisu imale nikakvu izloženost prema sekjuritizovanim hartijama hipotekarnog tržišta. Na pritisak njihovih akcionara i klijenata, koji su bili spremni da zaobiđu ove institucije i direktno priđu hedž fondovima, oni su od 2005. do 2008. godine kupili ili garantovali hipotekarne derivate u visini od 270 milijardi dolara;
- Zakon o investiranju u lokalnu zajednicu iz 1977. godine, kojim su komercijalne banke imale preporuku da odobravaju kredite klijentima sa svoje teritorije, uključujući i one sa slabijim kreditnim rejtingom. Ovaj zakon je bio samo na nivou preporuke, a 75% niskokvalitetnih hipotekarnih kredita koji su odobreni u periodu prije krize nisu bili odobreni po ovom zakonu, već su ih servisirale hipotekarne firme ili banke koje nisu bile obuhvaćene ovim zakonom.³⁷⁵

Jasno je da je riječ o globalnom projektu i višedecenijskom civilizacijskom iskoraku, o evoluciji stalne borbe korporacija za ostvarivanje ciljeva koje pred njih postavljaju njihovi akcionari. Srbija je 2008. godine definisana od strane Svjetske banke kao zemlja u razvoju

³⁷⁵ Kotz, D. M. (2015). *The Rise and Fall of Neoliberal Capitalism*, Harvard University Press, Cambridge, USA, str. 168-170.

sa gornjim srednjim nivoom bruto društvenog proizvoda, 81. na svjetskoj listi po veličini bruto društvenog proizvoda 2010. godine (između Libana i Uzbekistana).³⁷⁶ Sa manje od decenije iskustva u demokratskom društvenom sistemu, na početku procesa privatizacije i u tranziciji iz socijalističkog u kapitalistički privredni sistem, bila je tek jedna u nizu zemalja Centralne i Istočne Evrope koja je prošla kroz Štigliceva četiri koraka “toplog zeca“ po neoliberalističkim pravilima igre. Efekti koje je svjetska finansijska kriza ostavila na Srbiju jednostavno su bili predodrijeđeni, uzimajući u obzir sve što se dešavalo u Srbiji prije i tokom krize.

U procesu tranzicije srpske privrede uticaj globalne finansijske krize bio je izuzetno značajan. Usporavanje u prilivu stranih direktnih investicija, smanjene stope rasta bruto društvenog proizvoda, rast nezaposlenosti već su predstavljali značajne probleme u funkcionisanju srpske privrede, ali je udar koji je izazvala svjetska finansijska kriza ostavio velike posljedice na makroekonomsku situaciju u Srbiji.

Prema Marinković (2008),³⁷⁷ karakteristika tržišta akcija u tranzicionim zemljama je pojava suprotnog redoslijeda pojave primarnog i sekundarnog tržišta akcija, u smislu da se prvo odvija promet akcijama putem sekundarnog tržišta akcija (čija se uloga u Srbiji svela na koncentraciju vlasništva), a da se onda naknadno formira primarno tržište akcija (u smislu funkcije finansiranja finansijskih subjekata sa deficitom). Često se ova faza formiranja primarnog tržišta akcija produži na veoma dugačak rok, pošto je uslov za njenu pojavu visok nivo razvoja učesnika na finansijskom tržištu i razumjevanje principa funkcionisanja tržišta kapitala.

Strani investitori su, prema Vasiljević (2009), prilikom investiranja u tržišta kapitala u razvoju iskoristili dvije poluge: liberalizaciju tokova kapitala i angažovanje inostranih izvora finansiranja procesa tranzicije, prije svega Međunarodnog monetarnog fonda, Svjetske banke i Evropske banke za obnovu i razvoj. Spremnost ovih međunarodnih

³⁷⁶ *The World Bank* (23. april. 2016). www.siteresources.worldbank.org.

³⁷⁷ Marinković, S. (2008). *Finansijsko tržište i finansijske institucije u Republici Srbiji*, Ekonomski fakultet, Niš. str. 47.

finansijskih institucija da učestvuju u stabilizaciji tranzicionih ekonomija povećavala je moralni hazard kod investitora, ali i kod dužnika, tako da se može govoriti o uzajamnom podržavanju inostranih investitora.³⁷⁸ Takođe, izuzetno veliki značaj na tranziciju srpskog tržišta kapitala imala je pojava svjetske finansijske krize, koja je putem povlačenja stranih portfolio investitora s našeg tržišta imala direktan uticaj na zaustavljanje procesa njegove izgradnje i tranzicije i zbog toga se posebna pažnja u ovoj disertaciji daje analizi uticaja svjetske finansijske krize na srpsko tržište kapitala, prije svega tržište akcija na organizovanom tržištu kapitala (Beogradska berza). Uticaj globalne krize na vanberzansko tržište akcija bio je identičan uticaju na markoekonomsku situaciju u Srbiji (smanjene strane direktne investicije, smanjena kreditna aktivnost banaka), što je dovelo i do manjeg broja preuzimanja kompanija, ali nije imalo uticaja na funkcionisanje tog tržišta. Tržište obveznica stare devizne štednje, kao dio srpskog tržišta kapitala, takođe nije osjetilo značajnije posljedice globalne finansijske krize.

4.1. Uticaj svjetske finansijske krize iz 2008. godine na makroekonomsku situaciju u Srbiji

U oktobru 2000. godine došlo je do političkih promjena i privreda koja je predstavljala kombinaciju socijalističko-kapitalističkog sistema, sa jakim državnim sektorom, privatno kontrolisanim monopolima i preduzećima u kojima se politički postavljalo rukovodstvo, našla se pred tranzicijom, kao i cijelo društvo. Proces privatizacije doživio je reviziju i doneseni su novi propisi kojima se ovaj proces ubrzao i postao obavezan za sva društvena i državna preduzeća, osim određenog broja strateški važnih kompanija, poput Telekoma Srbije, Elektroprivrede Srbije, Aerodroma Beograd, Železnice Srbije, itd. Liberalizacijom uvoza uz stabilan devizni kurs, uz kontrolu trgovinskih lanaca od strane nekoliko lokalnih tajkuna, izvršen je udar na srpske proizvođače koji konkurenciji iz inostranstva nisu mogli da pariraju cenama i niskom produktivnošću. Veliki broj državnih banaka (Beogradska banka, Beobanka, Jugobanka, Investbanka, itd.), koje su imale problem s likvidnošću,

³⁷⁸ Vasiljević, B. (2009). *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, str. 397-398.

otjeran je u stečaj da bi se otvorio prostor za strane banke koje su planirale ulazak na srpsko tržište. Sve je bilo spremno za početak tranzicije srpskog društva i privrede.

Da bismo mogli da sagledamo uticaj globalne finansijske krize iz 2008. godine na srpsku privredu analiziraćemo ključne makroekonomske kategorije u periodu prije, za vrijeme i poslije 2008. godine i pojave globalne finansijske krize, kao i kretanje tih parametara u drugim zemljama članicama bivše Jugoslavije i susjednim zemlja članicama Evropske unije, kako bismo dobili jasniju sliku o stanju i reakcijama srpske privrede.

Posmatrani makroekonomski parametri su:

- usporavanje stopa privrednog rasta;
- povećanje budžetskog deficita i rast spoljnog duga;
- pad izvoza;
- pad cijena nekretnina;
- kriza bankarskog sektora;
- smanjenje stranih direktnih investicija;
- rast stope nezaposlenosti.

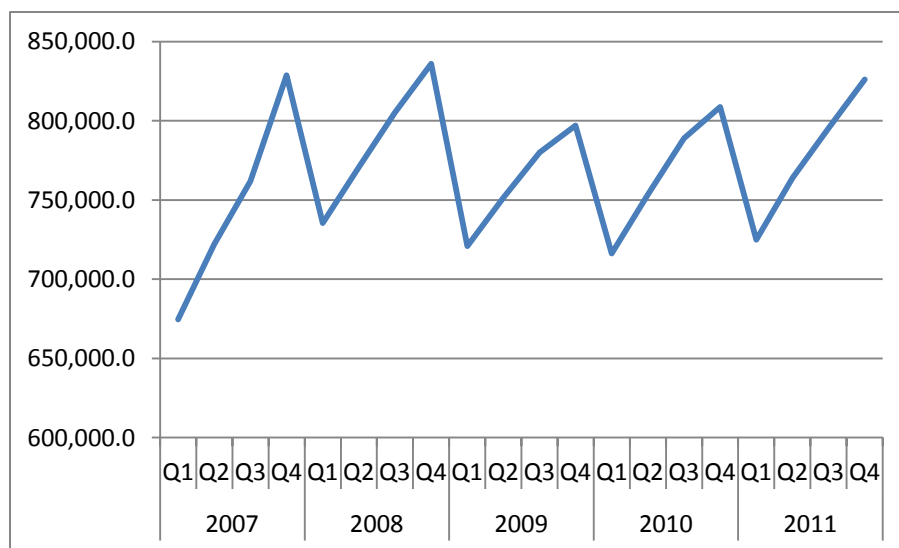
U periodu od 2000. do 2007. godine Srbija bilježi značajne stope rasta bruto društvenog proizvoda, iznad svjetskog prosjeka, ali i dalje u granicama stopa rasta regiona i novih članica Evropske unije (Mađarska od 2004. godine, Rumunija i Bugarska od 2007. godine). Iako sa niskom osnovom, Srbija nije uspjela da zadrži visoke stope rasta u dužem vremenskom periodu pošto je talas visoke globalne likvidnosti, koji je od 2001. godine počeo da se širi svijetom preko razvijenih zemalja do tržišta u razvoju, vrlo brzo presušio zahvaljujući finansijskoj krizi (Tabela 4.1).

Tabela 4.1. Kretanje stopa rasta bruto društvenog proizvoda u Srbiji, zemljama bivše Jugoslavije i susjednim zemljama (2001-2012. godine)

Godina	Svijet	Srbija	Slovenija	Hrvatska	Bosna i Hercegovina	Crna Gora	Makedonija	Mađarska	Rumunija	Bugarska	Albanija
2001.	1,8	5,0	2,9	3,4	4,4	1,1	-3,1	3,8	5,6	4,2	7,9
2002.	2,1	7,1	3,8	5,2	5,3	1,9	1,5	4,5	5,2	6,0	4,2
2003.	2,8	4,4	2,8	5,6	4,0	2,5	2,2	3,8	5,5	5,1	5,8
2004.	4,1	9,0	4,4	4,1	6,1	4,4	4,7	4,9	8,4	6,6	5,7
2005.	3,6	5,5	4,0	4,2	8,8	4,2	4,7	4,4	4,2	7,2	5,7
2006.	4,1	4,9	5,7	4,8	5,4	8,6	5,1	3,8	8,1	6,8	5,4
2007.	3,9	5,9	6,9	5,2	5,7	10,7	6,5	5,8	6,9	7,7	5,9
2008.	1,5	5,4	3,3	2,1	5,5	6,9	5,5	0,8	8,5	5,6	7,5
2009.	-2,1	-3,1	-7,8	-7,4	-2,9	-5,7	0,4	-6,6	-7,1	-4,2	3,4
2010.	4,1	0,6	1,2	-1,7	0,8	2,5	3,4	0,7	-0,8	0,1	3,7
2011.	2,8	1,4	0,6	-0,3	0,9	3,2	2,3	1,8	1,1	1,6	2,6
2012.	2,3	-1,0	-2,7	-2,2	-0,9	-2,7	-0,5	-1,7	0,6	0,2	1,4

Izvor: *The World Bank* (2016). www.databank.worldbank.org.

Period od 2007. do 2011. godine donio je drastičan pad vrijednosti bruto društvenog proizvoda Srbije, koji nije uspio da premaši kvartal iz prethodne godine u pet uzastopnih kvartala, od prvog kvartala 2009. godine do drugog kvartala 2010. godine (Grafikon 4.1).



Grafikon 4.1. Kretanje realne vrijednosti bruto društvenog proizvoda po kvartalima (2007-2011. godine)

Izvor: *Narodna banka Srbija* (2016), www.nbs.rs

Republika Srbija prvi put je dobila svoj kreditni rejting 1. novembra 2004. godine i od tada je predmet stalnog praćenja najvećih svjetskih rejting agencija (Tabela 4.2). U posljednjih 12 godina, koliko se određuje rejting, Srbija nije pokazala napredak i nalazi se u grupi rizičnih zemalja. Prema Standard i Pur definiciji rejtinga “BB- rejting, koji ima Srbija, odnosi se na emitente hartija od vrijednosti za koje postoji rizik od izloženosti štetnim poslovnim, finansijskim ili ekonomskim okolnostima koje mogu dovesti do nesposobnosti emitenta da izmiri svoje finansijske obaveze, uz mogućnost da se stvari pogoršaju”.³⁷⁹

Tabela 4.2. Kretanje rejtinga Republike Srbije (2004-2015. godine)

Datum	Rejting agencija	Rejting	Projekcija
novembar 2004.	S & P	B+	stabilan
maj 2005.	Fitch	BB-	stabilan
jul 2005.	S & P	BB-	stabilan
februar 2006.	S & P	BB-	pozitivan
jul 2007.	S & P	BB-	stabilan
mart 2008.	S & P	BB-	negativan
decembar 2008.	Fitch	BB-	negativan
decembar 2009.	S & P	BB-	stabilan
novembar 2010.	Fitch	BB-	stabilan
mart 2011.	S & P	BB	stabilan
avgust 2012.	S & P	BB-	negativan
avgust 2012.	Fitch	BB-	negativan
jul 2013.	Moody's	B1	stabilan
januar 2014.	Fitch	B+	stabilan
oktobar 2014.	S & P	BB-	negativan, pratiti
januar 2015.	S & P	BB-	negativan
decembar 2015.	Fitch	B+	pozitivan
januar 2016.	S & P	BB-	stabilan
mart 2016.	Moody's	B1	pozitivan
april 2016.	TE	36	negativan

Izvor: *Tradingeconomics.com* (2016). Serbia: Credit rating, www.tradingeconomics.com

³⁷⁹ *Standard & Poor* (23. april 2016). www.standardandpoors.com.

Visok nivo javnog duga Republike Srbije u 2001. godini u najvećem dijelu bio je naslijeđen još iz vremena bivše Jugoslavije, pošto je procesom sukcesije imovine i dugova definisano preuzimanje obaveza unutrašnjeg i spoljnog duga bivše zemlje od strane novoformiranih država. Od ukupnih obaveza SFR Jugoslavije prema stranim povjeriocima Saveznoj Republici Jugoslaviji (koju su činile Republika Srbija i Republika Crna Gora) pripalo je 38% ukupnih obaveza (od toga Srbiji pripada 94,12%, a Crnoj Gori 5,88%).³⁸⁰ Dug Savezne Republike Jugoslavije prema 17 zemalja članica Pariskog kluba regulisan je 2001. godine kada je dogovoren otpis od 66% ukupnog duga, a prema povjeriocima Londonskog kluba 2004. godine je smanjen 62% i konvertovan je u obveznice Republike Srbije u ukupnom iznosu od 1,02 milijarde dolara, koje su se kotirale na berzi u Luksemburgu.³⁸¹ Obveznice duga prema Londonskom klubu dospijevaju 1. novembra 2024. godine i na dan 31. marta 2016. godine nose tržišni prinos od 6,23%.³⁸² Pored toga, država Srbija je preuzela i obaveze piramidalnih banaka prema građanima Srbije (Dafiment banka, Jugoskandik banka).

Javni dug Srbije drastično je opao sa 14,2 na 8,7 milijardi evra u periodu 2001-2008. godine ili za 71%, pri čemu je otpis ovih dugova bio najveći razlog smanjenju, ali i vraćanje dugova po osnovu stare devizne štednje putem obveznica, kao i finansiranje deficita velikim prihodima od privatizacije. Između 2008. i 2013. godine javni dug je porastao čitavih 168%, čemu je najviše doprinijelo finansiranje rasta budžetskog deficita, smanjenje budžetskih prihoda, kao i prihoda po osnovu privatizacije i stranih direktnih investicija, ali i usporavanje privredne aktivnosti pod teretom globalne finansijske krize (Tabela 4.3).

³⁸⁰ *Biznis & finansije* (2015). Dugovi i potraživanja iz klirinških sporazuma SFRJ: Zaboravljeni dolar, www.bif.rs.

³⁸¹ *Narodna banka Srbije* (19. mart 2016). www.nbs.rs.

³⁸² Uprava za javni dug (2016). *Mesečni izveštaj: Analiza javnog duga i duga opšte države*, Ministarstvo finansija Republike Srbije, www.javnidug.gov.rs.

Tabela 4.3. Visina budžetskog suficita/deficita i javnog duga Republike Srbije kao procenat bruto društvenog proizvoda (2005-2012. godine)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Budžet		-1,9	-2,2	0,8	0,5	-1,7	-1,6	-1,7	-3,2	-3,4	-4,0	-5,9	-5,2	-6,3	-2,9
Javni dug	97,7	68,3	61,7	52,6	50,2	35,9	29,9	28,3	32,8	41,8	45,4	56,2	59,6	70,4	76,0

Izvor: Uprava za javni dug (2016). *Mesečni izveštaj: Analiza javnog duga i duga opšte države, Ministarstvo finansija Republike Srbije*, www.javidug.gov.rs.

Smanjenje izvoza došlo je kao logična posljedica finansijske krize, pošto je Evropska unija najveći spoljnotrgovinski partner Srbije sa učešćem od 55,9% u ukupnom izvozu 2007. godine. Svjetska trgovina je tokom 2009. godine zabilježila značajan pad, pošto se na globalnom nivou smanjila vrijednost izvoza za 21%, a vrijednost uvoza za 23%. Smanjenjem industrijske proizvodnje u Sjedinjenim Američkim Državama smanjen je i izvoz iz Evropske unije ka Sjedinjenim Američkim Državama, a time je i uvoz iz Srbije doživio značajan pad (sa inače veoma niskog nivoa u poređenju sa svjetskim odnosima), kao posljedica globalnog širenja finansijske krize. Pored Evropske unije sa 53,8%, najveća izvozna tržišta Srbije su zemlje potpisnice Sporazuma o slobodnoj trgovini na Balkanu (engl. *Central European Free Trade Agreement – CEFTA*): Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Hrvatska, Moldavija, Makedonija, Crna Gora, Rumunija sa 32,2% i Rusija sa 5,1%. U strukturi izvoza iz Srbije 2007. godine dominirali su sirovine i poluproizvodi (sredstva za dalju reprodukciju) koji su imali učešće od 67,4%, zatim potrošna roba od 26% i sredstva za rad od 6,6% (najveći dio čini izvoz gvožđa i čelika, obojenih metala, odjeće, proizvoda od kaučuka, žitarice, povrće i voće).³⁸³ Sva ova tržišta takođe su doživjela značajan pad bruto društvenog proizvoda i industrije proizvodnje, što je dovelo do pada izvoza iz Srbije u visini od 11,5% (Tabela 4.4).

³⁸³ Crnomarković, J. (2010). *Pregled spoljnotrgovinske robne razmene Republike Srbije u periodu od 1988. do 2009. godine*, str. 12-16, www.webrzs.stat.gov.rs.

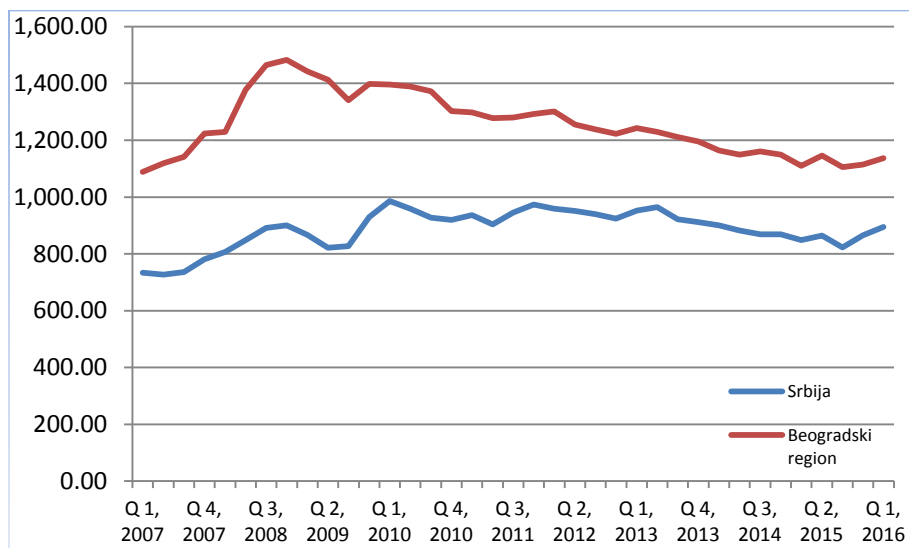
Tabela 4.4. Kretanje odnosa izvoza robe i usluga i visine bruto društvenog proizvoda u Srbiji, zemljama bivše Jugoslavije i susjednim zemljama (2001-2012. godine)

Godina	Svijet	Srbija	Slovenija	Hrvatska	Bosna i Hercegovina	Crna Gora	Makedonija	Mađarska	Rumunija	Bugarska	Albanija
2001.	24,4	22,4	51,7	38,7	28,4	38,4	29,2	64,9	33,0	35,0	18,4
2002.	24,2	20,6	52,2	37,7	24,3	35,4	26,3	58,1	35,2	35,7	19,6
2003.	24,4	22,0	50,9	38,9	27,7	30,6	27,7	56,4	34,5	34,5	20,4
2004.	25,9	24,2	55,0	39,5	32,2	42,0	30,7	59,7	35,6	41,1	22,0
2005.	26,9	27,1	59,6	39,3	31,6	43,5	34,8	62,8	32,9	42,6	22,8
2006.	28,2	30,3	64,7	39,7	35,0	49,4	37,8	74,3	32,1	47,1	24,9
2007.	28,7	28,4	67,6	39,0	27,1	44,4	44,1	78,3	29,1	52,0	28,1
2008.	29,5	29,1	66,1	38,5	26,9	39,5	43,2	79,7	26,9	52,3	29,6
2009.	25,6	26,8	57,2	34,5	25,0	32,1	32,8	74,8	27,4	42,4	29,6
2010.	28,0	32,9	64,3	37,7	29,7	37,0	39,8	82,3	32,3	53,7	32,4
2011.	29,7	34,0	70,4	40,4	32,1	42,3	47,1	87,2	36,8	62,3	34,0
2012.	29,9	36,9	73,3	41,6	32,2	43,7	45,4	86,8	37,4	63,4	33,4

Izvor: *The World Bank* (7. april 2016). www.databank.worldbank.org.

Kao rezultat smanjenja rasta bruto društvenog proizvoda, manje i opreznije kreditne aktivnosti banaka, povećanja stope nenaplaćenih kredita, smanjenja industrijske proizvodnje, posebno u sektoru građevinarstva, kao i kraha berzanskog tržišta, došlo je do smanjenja tražnje za nekretninama u Srbiji, posebno u Beogradu. Veliki talas investicija u građevinarstvu pratio je rastuću tražnju za komercijalnim i stambenim objektima, koju je inicirao rast stranih direktnih investicija i porast potrošnje. Međutim, strah koji se uvukao u investitore oborio je cijene nekretnina (koje su i bile identifikovane kao glavni uzrok krize u Sjedinjenim Američkim Državama), čime je i izgradnja novih objekata zaustavljena (Grafikon 4.2). Ovaj talas prati stavove Rajnhart i Rogof (Reinhart & Rogoff, 2009), koji identifikuju vremenski period za oživljavanje tržišta nekretnina u uslovima finansijskih kriza na šest godina, koji su navedeni u Poglavlju 3. ovog rada. Činjenica je da se u Srbiji novi stanovi kupuju uglavnom putem hipotekarnih kredita, dok se stari objekti kupuju za gotovinu. Smanjenjem bankarskih kredita za stambenu izgradnju građevinarstvo je došlo u dvostruki problem – problem finansiranja izgradnje i problem finansiranja kupaca od strane

banaka. Za vlasnike nekretnina u Srbiji karakteristično je da su radije spremni da ne ponude svoju nekretninu na prodaju nego da joj drastično obore cijenu.³⁸⁴



Grafikon 4.2. Kretanje cijena nekretnina u Srbiji (2000-2015. godine)³⁸⁵

Izvor: Nacionalna korporacija za osiguranje stambenih kredita (27. mart 2016). *DOMex – Indeks cena nepokretnosti Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita*, www.nkosk.rs

Kao i u većini zemalja Centralne i Istočne Evrope, finansijski sistem u Srbiji izražen je bankocentričan. Na dan 31.12.2000. godine ukupno je u Srbiji poslovalo 86 banaka, da bi do kraja 2001. godine ukupno 23 banke izgubilo dozvolu za rad.³⁸⁶ Iako je aktiva velikih državnih banaka (Beogradska banka, Beobanka, Investbanka, Jugobanka, JIK banka, Borska banka, Privredna banka Novi Sad) bila veoma kontaminirana lošim kreditima državnim preduzećima, veliki iznos potraživanja i snažna depozitna baza davali su ovim bankama priliku za oporavak. Narodna banka Jugoslavije je tokom 2001. godine donijela odluku o sanaciji ovih banaka, ali je poslije dodatnih analiza i pod političkim pritiskom odlučeno da se pokrene stečajni postupak, iako nije istekao zakonski rok od godinu dana za

³⁸⁴ Šoškić, D., Urošević, B., Živković, B. & Božović, M. (2012). *The Housing Market in Serbia in the Past Decade*, in: A. Bardhan, R. H. Edelstein & C. A. Kroll (eds). *Global Housing Markets: Crises, Policies, and Institutions*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NY, USA, str. 247-267.

³⁸⁵ Nacionalna korporacija za osiguranje stambenih kredita (27. mart 2016). *DOMex – Indeks cena nepokretnosti Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita*, www.nkosk.rs.

³⁸⁶ Narodna banka Srbije (31. mart 2016). www.nbs.rs.

sprovedenje stečajnog postupka. Postavlja se pitanje da li je bilo ekonomski opravdanije otjerati u stečaj preduzeća koja su dugovala ogromne iznose ovim bankama ili uraditi to sa bankama. Istovremeno, formirana je Nacionalna štedionica, privatna banka čiji su osnivački uloženi ponuđeni povlašćenom krugu akcionara i koja je dobila na korišćenje poslovnice, kompjutersku opremu i softver Zavoda za obračun i plaćanja, kao i poslove servisiranja stare devizne štednje – bez tenderske procedure. Sve ovo bila je priprema terena za strane banke, koje su uz podršku vladajućih ekonomskih i političkih faktora počele da dolaze na srpsko tržište (Tabela 4.5).

Tabela 4.5. Način ulaska stranih banaka na srpsko tržište

Redni broj	Naziv banke	Način ulaska na srpsko tržište
1.	ALPHA BANK	spajanje – Jubanka
2.	BANCA INTESA	kupovina – Delta banka
3.	CREDIT AGRICOLE BANKA	kupovina – Meridian banka
4.	ERSTE BANK	kupovina – Novosadska banka
5.	EVRAOBANK	spajanja – Nacionalna štedionica
6.	BN PARIBAS (prvi kupac FINDOMESTIC BANKA)	kupovina – Nova banka
7.	HALKBANK	osnivanje
8.	HYPO ALPE-ADRIA BANK	osnivanje
9.	KBC BANKA	kupovina – A banka
10.	MARFIN BANK (prvi kupac LAIKI BANK)	kupovina – Centrobanka
11.	MIRABANK	osnivanje
12.	NLB BANKA	kupovina – Continental banka
13.	OPPORTUNITY BANK	osnivanje
14.	OTP BANKA	kupovina – Kulska banka, Niška banka, Zepter banka
15.	PIREBUS BANK	Kupovina – Atlas banka
16.	PROCREDIT BANK	osnivanje
17.	RAIFFEISEN BANKA	osnivanje
18.	SBERBANK	kupovina – Volksbank, Austrija
19.	SOCIETE GENERALE BANKA	osnivanje
20.	TELENOR BANKA	osnivanje
21.	UNICREDIT BANK (prvi kupac SAO PAOLO INI)	kupovina – Panonska banka
22.	VOJVODANSKA BANKA (vlasnik je Nacionalna banka Grčke)	kupovina – Vojvodanska banka
23.	VTB BANKA	osnivanje

Izvor: Narodna banka Srbije (3. mart 2016). www.nbs.rs.

Jasno je da je veliki dio rasta bankarske aktive u periodu od 2001. do 2008. godine, prije svega kroz rast kredita, došao zahvaljujući stranim bankama koje su otvorile svoje banke u Srbiji. Koristeći jeftine izvore iz svojih matičnih zemalja, uz relativno stabilan kurs dinara i visoke kamatne stope, ove banke su značajno uticale na rast srpskog bankarskog, ali i svih ostalih sektora (Tabela 4.6).

Tabela 4.6. Ukupna bankarska aktiva u Srbiji, u milijardama dinara (2000-2015. godine)

Godina	Ukupna bankarska aktiva	Promjena u odnosu u prethodnu godinu, %
2000.	704	n.a.
2001.	291*	-58 (30)*
2002.	316	8,6
2003.	367	16,1
2004.	510	39,0
2005.	775	51,9
2006.	1,169	50,8
2007.	1.564	33,8
2008.	1.777	13,6
2009.	2.160	21,5
2010.	2.534	17,3
2011.	2.650	4,6
2012.	2.880	8,7
2013.	2.846	-1,2
2014.	2.969	4,3

*Smanjenje zbog oduzimanja dozvole za rad za 23 banke

Izvor: Narodna banka Jugoslavije (2002). *Bankarski sektor SRJ 31.12.2001. godine*, Narodna banka Jugoslavije – Sektor za poslove kontrole, www.nbs.rs.

U odnosu na 31.12.2000. godine, bilansna suma na kraju 2001. godine bila je manja za čitavih 59%. Kada bi se izuzele banke koje su tokom 2001. godine izgubile dozvolu za rad,

ukupna bilansna suma srpskih banaka krajem 2000. godine iznosila je 224 milijarde dinara, a ostvareni rast u ukupnoj aktivi bi iznosio 30%.

Tokom 2008. godine stanje u bankarskom sistemu Srbije nije se mnogo promjenilo, visina odobrenih kredita porasla je za 10,8% u odnosu na 2007. godinu i dostigla svoj maksimum u ukupnoj bilansnoj sumi sa učešćem od 60,1%. U ukupnoj sumi odobrenih kredita, krediti preduzećima dostigli su svoj maksimum od 61,5%, dok je stanovništvu odobreno 35,5% od ukupne sume kredita (za stambenu izgradnju takođe maksimalnih 15,6% od ukupne sume kredita). Jedini pokazatelj koji je krajem 2008. godine bio u negativnom porastu bio je procenat problematičnih kredita (engl. *Nonperforming loans – NPL*), koji je dostigao vrijednost od 5,3%, dok su godinu dana ranije iznosili 3,8% (porast od 39%).³⁸⁷

Međutim, uticaj krize iz Sjedinjenih Američkih Država se tokom 2008. godine sve više osjećao i u Srbiji, i to preko centrala stranih banaka u Srbiji, koje su bile u manjoj ili većoj mjeri (poput Kredi agrikol, Sosijete ženeral [fra. *Societe General*], KBC banka, Hipo Alpe-adrija banka) izložene hipotekarnom tržištu u Sjedinjenim Američkim Državama. U januaru 2009. godine broj zaposlenih u bankarskom sektoru prvi je put zabilježio pad (najveći broj otpuštenih radnika je bio u OTP banci, pa Erste banci i Alfa banci), da bi za cijelu 2009. godinu broj zaposlenih u bankarstvu bio manji 3,5%.³⁸⁸ Učešće kredita u ukupnoj bilansnoj sumi palo je na 55,5%, skoro 10% manje nego prethodne godine, dok je značajno skočilo ulaganje u državne hartije, koje skoro da nije postojalo u 2008. godini, na 9,2%. Krediti privredi pali su na 58,7% – 4,5% manje nego prethodne godine, stanovništvu na 30,9% – smanjenje 13%, (dok je stambena izgradnja učestvovala u kreditnom potencijalu sa 14,7% – smanjenje 5,7%).

U drugom i trećem kvartalu 2009. godine, kada je kriza dostigla svoj vrhunac u Evropi, u Srbiji je potpuno zamrla kreditna aktivnost, do te mjere da je u drugom kvartalu 2009.

³⁸⁷ Narodna banka Srbije (2009). *Kontrola poslovanja banaka – Izveštaj za četvrti kvartal 2008. godine*, www.nbs.rs, str.10.

³⁸⁸ Narodna banka Srbije (2010). *Kontrola poslovanja banaka – Izveštaj za četvrti kvartal 2009. godine*, www.nbs.rs, str. 11.

godine zabilježeno smanjenje kreditiranja stanovništvu za 4,7 milijardi dinara, a nije odobren nijedan dinar kredita za stambenu izgradnju u istom kvartalu.³⁸⁹ Kreditna zaduženost banaka u inostranstvu takođe je bila u padu od drugog kvartala 2007. godine i tu vrijednost je dostigla tek u posljednjem kvartalu 2009. godine.

Problematicni krediti nastavili su da budu sve veći problem srpskih banaka i krajem 2009. godine dostigli su visinu od 12,0% bankarske aktive (povećanje 126% u odnosu na 2008. godinu), pri čemu je najveći rast problematicnih kredita ostvaren u najvažnijem sektoru – sektoru drugih preduzeća, na koji se odnosilo 76,5% ukupne sume ovih kredita. Ukupna visina problematicnih kredita, uključujući i stanovništvo i ostala pravna lica, dostigla je sumu od 15,7% ukupno odobrenih kredita. I pored velikog rasta ove kategorije kredita, likvidnost bankarskog sektora u Srbiji nijednog trenutka nije bila ugrožena i pokazatelji koje kontroliše Narodna banka Srbije uvijek su bili zadovoljavajući tokom perioda krize. Isti slučaj je i sa pokazateljima adekvatnosti kapitala koji je, iako suočen s velikim izazovima, ostao u granicama dozvoljenih parametara. Ipak, profitabilnost ovog sektora očekivano je doživjela pad i ukupna dobit bankarskog sektora u 2009. godini iznosila je 20 milijardi dinara, što je za 42,3% manje nego prethodne godine (14 banaka poslovalo je sa gubitkom, a 20 sa dobitkom).

U 2010. godini tržište kredita se oporavlja, zabilježilo je rast od 10%, dok je manje sredstava investirano u državne hartije. Povećanje je, iako jednocifreno, ipak bilo signal promjene trenda i rasta povjerenja i u kreditiranju preduzeća imalo je rast od 6%, a u kreditiranju stanovništva 3%, dok su krediti javnim preduzećima, kao najsigurnija opcija u još uvijek turbulentnim vremenima, skočili 21%.³⁹⁰ Ukupno učešće problematicnih kredita skočilo je na 16,9%, što je pokazatelj da se u posljednjem kvartalu 2010. godine stanje stabilizovalo, iako još ne i oporavilo. Problematicni krediti kod preduzeća ostali su na skoro istom nivou od 12,1%, a najveći broj ovih kredita dat je prerađivačkoj industriji, trgovini,

³⁸⁹ Narodna banka Srbije (2010). *Kontrola poslovanja banaka: Izveštaj za četvrti kvartal 2009. godine*, www.nbs.rs, str. 11.

³⁹⁰ Narodna banka Srbije (2011). *Kontrola poslovanja banaka: Izveštaj za IV tromesečje 2010. godine*, www.nbs.rs, str. 11.

poljoprivredi i građevinarstvu.³⁹¹ I visina problematičnih kredita datih stanovništvu zaustavila je svoj rast, posebno u četvrtom kvartalu kada je zabilježen i pad. Likvidnost i adekvatnost kapitala banaka bila je na zadovoljavajućem nivou, adekvatnost u prosjeku u visini od 19,9%, što je prilično iznad propisanih 15%. Profitabilnost bankarskog sektora skočila je 27% u odnosu na 2009. godinu, sa vrijednošću od 25,4 milijarde dinara.³⁹²

Tokom 2011. godine izgubili su se efekti hipotekarne krize, ali se Evropa suočila s novom krizom, koju je hipotekarna kriza aktivirala – krizom državnog duga. U tim uslovima, u Srbiji je ponovo došlo do pada kreditiranja privrede i rasta problematičnih kredita na nivo od 19% ukupno odobrenih kredita (najveći rast u segmentu preduzeća u stečaju), dok su likvidnost i adekvatnost kapitala (19,1%), ostali u predviđenim okvirima. Zbog toga je najveću cijenu platila profitabilnost bankarskog sistema, koja je pala na samo 1,3 milijarde dinara ili svega 4,9% od dobiti ukupnog bankarskog sektora iz 2010. godine. Najveći dio gubitka odnosio se na jednu banku – Agrobanku, kojoj je pripadalo 75% od ukupno ostvarenih gubitaka u ovoj godini.

I dalje je veliki broj banaka koje su u procesu stečaja i likvidacije, neke od njih već više od 15 godina, bez ikakvih rokova u kojima bi ovi procesi trebalo da se završe. Banke koje nisu uspjele da prežive krizu 2007. i 2010. godine jesu Agrobanka, Univerzal banka i Razvojna banka (bivša Metals banka), koje su lošim plasmanima i prevelikom izloženošću malom broju klijenata – najčešće akcionara banke, dovele do reakcije Narodne banke Srbije i oduzimanja licence za poslovanje (Tabela 4.7).

³⁹¹ Narodna banka Srbije (2011). *Kontrola poslovanja banaka: Izveštaj za IV tromesečje 2010. godine*, www.nbs.rs, str. 16.

³⁹² Narodna banka Srbije (2011). *Kontrola poslovanja banaka: Izveštaj za IV tromesečje 2010. godine*, www.nbs.rs, str. 30.

Tabela 4.7. Spisak banaka u stečaju i likvidaciji

Redni broj	Naziv banke	Status
1.	Nova Agrobanka Beograd	u stečaju
2.	Astra banka Beograd	u stečaju
3.	BC banka Beograd	u stečaju
4.	Beobanka Beograd	u stečaju
5.	Beogradska banka Beograd	u stečaju
6.	Borska banka Bor	u stečaju
7.	Gold International bank Beograd	u stečaju
8.	Investbanka Beograd	u stečaju
9.	JIK banka Beograd	u stečaju
10.	Jugobanka Beograd	u stečaju
11.	Kontrol banka Beograd	u stečaju
12.	Kosovska banka Zvečan	u stečaju
13.	Kreditno-eksportna banka Beograd	u likvidaciji
14.	Medifarm banka Beograd	u stečaju
15.	Privredna banka Novi Sad	u stečaju
16.	RAJ banka Beograd	u likvidaciji
17.	Valjevska banka Valjevo	u likvidaciji
18.	MB Union banka Beograd	u stečaju
19.	Univerzal banka Beograd	u stečaju
20.	Razvojna banka Vojvodine Novi Sad	u stečaju
21.	Poljoprivredna banka Agrobanka Beograd	Pod administrativnim upravljanjem u stečaju

Izvor: Agencija za osiguranje depozita Republike Srbije (8. maj 2016). www.aod.rs.

Strane direktne investicije predstavljale su za zemlje Centralne i Istočne Evrope izuzetno važan dio održavanja stopa privrednog rasta i održavanja budžetskog deficita na prihvatljivom nivou. Nizak nivo domaće štednje, ograničeni resursi domaćih banaka i nizak kreditni rejting predstavljali su značajne prepreke za jaču lokalnu podršku razvoju. Sa

druge strane, ove zemlje su multinacionalnim kompanijama ili većim kompanijama iz Zapadne Evrope bile neophodne zbog osvajanja novih tržišta, jeftinije i školovane radne snage i mogućnosti da putem privatizacije dođu do povlašćenih pozicija u ovim ekonomijama. Od 2001. godine u Srbiju je dolazilo sve više direktnih stranih investicija, najviše putem procesa privatizacije i investicija u bankarski sektor (Tabela 4.8).

Tabela 4.8. Strane direktne neto investicije, Srbija (2005-2013)

Godina	Iznos (evro)	Zemlje porijekla najvećih iznosa stranih direktnih investicija
2000.	52.642.000,00	n.a.
2001.	185.200.000,00	n.a.
2002.	452.855.000,00	n.a.
2003.	1.079.622.000,00	n.a.
2004.	712.284.000,00	n.a.
2005.	1,250.268.000,00	Grčka, Austrija, Njemačka
2006.	3,322.606.000,00	Norveška, Grčka, Njemačka
2007.	1,820.831.000,00	Austrija, Grčka, Luksemburg
2008.	1,824.413.000,00	Holandija, Italija, Austrija
2009.	1,372.473.000,00	Rusija, Austrija, Holandija
2010.	860.125.000,00	Holandija, Austrija, Slovenija
2011.	1,826.908.000,00	Luksemburg, Holandija, Austrija
2012.	241.869.000,00	Hrvatska, Italija, Švajcarska
2013.	768.534.000,00	Holandija, Švajcarska, Njemačka

Izvor: Narodna banka Srbije (2. maj 2016). www.nbs.rs.

Slična je situacija i u ostalim zemljama regiona Zapadnog Balkana, najveći dio stranih direktnih investicija došao je kroz privatizaciju i u sektor usluga, poput bankarstva, telekomunikacija, trgovine, energije i nekretnina. Investicije u prerađivačku industriju bile su značajno manje, a najveći procenat investicija došao je iz Evropske unije. Kriza koja je 2008. godine došla do Evrope zaustavila je talas investicija u ovaj region koji je, osim u

slučaju Albanije i Crne Gore, zabilježio značajan pad stranih direktnih investicija (Tabela 4.9).

Tabela 4.9. Visina stranih direktnih investicija u zemlje Zapadnog Balkana (2004-2011. godine)

	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
Albanija	278	213	259	481	675	698	793	742
Bosna i Hercegovina	567	493	611	1.517	725	361	174	313
Hrvatska	950	1.468	2.765	3.670	4.192	1.875	295	1.048
Makedonija	261	77	345	506	400	181	159	304
Crna Gora	53	384	493	673	625	944	574	401

Izvor: Jaćimović, D., Bjelić, P. & Marković, I. (2013). *Uticaj svetske ekonomske krize na međunarodne investicione i trgovinske tokove u regionu Zapadnog Balkana*, Ekonomske teme, 201/1, str. 7.

Treba istaći da je Srbija takođe bila prisutna kao investitor u zemljama Zapadnog Balkana, prije svega Telekom Srbije koji je kupio Telekom Republike Srpske za 646 miliona evra i dobio licencu za poslove mobilnog operatera u Crnoj Gori, zatim kompanija Nektar, koja je kupila slovenački Fruktal, MK grup, koja je preuzela hotel Kempinski u Portorožu, Slovenija, kao i portfolio investitori na lokalnim berzama, kojima su one interesantne zbog stabilnog kursa lokalnih valuta.

Srbija nije bila izuzetak i sa završetkom masovne privatizacije i preuzimanjem kompanija putem tendera, aukcija ili ponuda za preuzimanje, preostale su samo najveće kompanije, tzv. porodično blago, koje još uvijek nije ponuđeno na tržištu. Iako je jasno da privlačenje stranih investicija zavisi od državne politike, institucionalnih uslova i poreskih olakšica, veliku ulogu imaju i veličina, razvijenost i geografski položaj jedne zemlje ili regiona. U slučaju Zapadnog Balkana, sa presušivanjem mogućnosti za značajne privatizacije, jedan od najvažnijih uslova predstavlja regionalno povezivanje i usklađivanje propisa koji bi olakšali investiranje. Pored veličine investicija, veoma je bitno analizirati i kvalitet stranih

investicija, koje više preferiraju usluge (bankarstvo, telekomunikacije) nego proizvodnju ili poljoprivredu i zemlje ovog regiona bi trebalo da nađu način da stimulišu investicije u željenim sektorima.³⁹³ Pojedinačne zemlje iz regiona bivše Jugoslavije ili Balkana su i u evropskim okvirima veoma male i bez čvrste saradnje, koja podrazumijeva olakšice u izvozu, osnivanju kompanija, slobodnom kretanju robe i kapitala, te će strani investitori teško odabrati ovaj region za svoje investicije. Investitori najčešće biraju kompanije koje imaju prisustvo u regionu, bilo preko svojih predstavništava, fabrika ili kompanija koje su preuzeli.

Stopa nezaposlenosti u Srbiji bila je i pitanje metodologije kojom se obračunava, kao i velikog broja zaposlenih koji rade u sivoj ili crnoj zoni. Bez obzira na to kako se računa, jasno je da nezaposlenost predstavlja jedan od važnijih problema s kojima se zemlje Zapadnog Balkana, a najviše Srbija, Bosna i Hercegovina, Makedonija i Crna Gora, već više od petnaest godina susreću. Problem koji je posebno izražen u Srbiji jeste i negativan prirodni priraštaj, tako da je u periodu od 2005. do 2010. godine smanjen broj stanovništva radnog uzrasta 4,5%, a aktivno stanovništvo čitavih 13%, što je dovelo do toga da je broj aktivnog stanovništva dostigao vrijednost od svega 59,1% u uzrastu od 15 do 64 godine (prosjek u Evropskoj uniji u 2009. godini iznosi 71,3%). Prema podacima za 2012. godinu stopa nezaposlenosti mladih od 15 do 24 godine iznosila je 51,2%.³⁹⁴

Finansijska kriza iz 2008-2009. godine u Srbiji se osjetila sa aspekta nezaposlenosti tek od 2009. godine, kada je talas stečaja prećen velikim rastom problematičnih kredita doveo kompanije u situaciju da više ne mogu da obavljaju svoje poslovanje. I dalje je veliki broj ljudi ostao u sivoj ili crnoj zoni i oni su nastavili i dalje da budu nezaposleni sa statističkog gledišta. Sve posmatrane zemlje, osim Makedonije, zabilježile su značajan rast stope nezaposlenosti u 2009-2010. godini (Tabela 4.10).

³⁹³ Estrin, S. & Uvalić, M. (2015). *Foreign Direct Investment in Western Balkans: What role has it played during transition?*, str. 19-20, www.editorialexpress.com.

³⁹⁴ Biblioteka Narodne Skupštine (2013). *Tema: Položaj mladih u sistemu socijalne zaštite*, Narodna Skupština Republike Srbije, Br. Z-18/13.

Tabela 4.10. Kretanje stope nezaposlenosti u Srbiji i zemljama bivše Jugoslavije i susjednim zemljama (2001-2012. godine)

Godina	Svijet	Srbija	Slovenija	Hrvatska	BiH	Crna Gora	Makedonija	Mađarska	Rumunija	Bugarska	Albanija
2001.	6,4	12,8	5,7	20,5	27,6	21,0	30,5	5,7	6,6	19,9	22,7
2002.	6,5	13,8	6,3	15,1	24,6	21,0	31,9	5,8	8,1	18,1	13,4
2003.	6,4	15,2	6,7	13,9	26,0	21,1	36,7	5,9	7,0	13,7	12,7
2004.	6,3	18,5	6,3	13,7	28,3	19,3	37,2	6,1	7,7	12,0	12,6
2005.	6,2	20,8	6,5	12,6	26,0	19,5	37,3	7,2	7,2	10,1	12,5
2006.	5,9	20,8	6,0	11,1	31,8	18,2	36,0	7,5	7,3	8,9	12,4
2007.	5,5	18,1	4,8	9,6	29,7	19,4	39,4	7,4	6,4	6,9	13,5
2008.	5,7	13,6	4,4	8,4	23,9	16,8	33,8	7,8	5,8	5,6	13,0
2009.	6,3	16,6	5,9	9,1	24,1	19,1	32,2	10,0	6,9	6,8	13,8
2010.	6,1	19,2	7,2	11,8	27,2	19,7	32,0	11,2	7,3	10,2	14,2
2011.	6,0	23,0	8,2	13,4	27,6	19,6	31,4	10,9	7,4	11,3	14,0
2012.	6,0	23,9	8,8	15,8	28,1	19,7	31,0	10,9	7,0	12,3	13,9

Izvor: *The World Bank* (20. april 2016). www.databank.worldbank.org.

4.2. Regulatorni odgovor na svjetsku finansijsku krizu u Srbiji

Period koji obuhvata tranziciju srpske privrede od 2000. godine do početka krize 2008. godine karakterišu brojne aktivnosti vezane za transformaciju finansijskog sistema, fiskalnu politiku, proces privatizacije, poboljšanje pravnog ambijenta za poslovanje, itd. U određenim oblastima urađeni su značajni pomaci (uvođenje poreza na dodatu vrijednost 2005. godine, ubrzan proces privatizacije, uvođenje transparentnog pravnog okvira i davanje stimulansa za strane investitore), ali je sprovođenje donesenih propisa i pravila predstavljalo slabu tačku. Brojni tranzicioni problemi koje je napuštanje socijalističkog privrednog sistema sa sobom nosilo nisu bili riješeni ili se kasnilo s njima, poput restrukturiranja i privatizacije javnih preduzeća, uvođenja konkurencije u oblasti telekomunikacije, energetike, otpuštanja viška zaposlenih u državnoj upravi, itd. Veliki broj republičkih izbora u kratkom periodu donosio je dodatnu nestabilnost kako domaćim, tako i stranim investitorima. Pored toga, nizak nivo štednje predstavljao je značajan limit rastu investicija i zbog toga je privlačenje stranih investitora postalo prioritet Vlade Republike Srbije. Iako je priliv stranih direktnih investicija rastao iz godine u godinu, problem je

predstavljala činjenica da su se ta sredstva koristila za povećanje potrošnje umjesto za dalje investicije ili restrukturiranje javnih preduzeća i prekvalifikaciju viškova radne snage. U strukturi same potrošnje dominirala je lična potrošnja uvozne robe, što je bilo stimulirano kontrolisanim deviznim kursom dinara i pristupačnim potrošačkim kreditima, na zadovoljstvo uvoznog lobija i predstavništava stranih kompanija i banaka u Srbiji.

Makroekonomsku i finansijsku situaciju u Srbiji početkom 2008. godine karakterisalo je sledeće stanje:

- stope rasta bruto društvenog proizvoda u periodu od 2000. do 2008. godine od 6,1% godišnje bile su iznad svjetskog prosjeka (3,1%) i prosjeka za zemlje Centralne Evrope i Baltika (4,6%), ali u nivou ostalih zemalja Zapadnog Balkana³⁹⁵ i ispod prosjeka za grupu zemalja višeg srednjeg nivoa dohotka, u koju grupu, prema Svjetskoj banci, spada Srbiju (6,3%);³⁹⁶
- kreditni rejting Srbije je 2008. godine iznosio BB-, uz negativnu perspektivu prema Standard i Pur (*Standard & Poor*) agenciji, dok je Slovenija imala rejting AA stabilan, Hrvatska BBB negativan, a Crna Gora i Makedonija BB+ negativan.³⁹⁷
- ukupan državni dug prema bruto društvenom proizvodu Srbije iznosio je 2008. godine prihvatljivih 28%, što je više nego u Baltičkim zemljama (12,4%), malo niže od prosjeka Centralne Evrope (32,5%),³⁹⁸ Zapadnog Balkana od 32% i prosjeka četiri susjedne zemlje članice Evropske unije (30%), a dvostruko niže od prosjeka u Evropskoj uniji od 61%;³⁹⁹
- odnos izvoza prema bruto društvenom proizvodu je iznenađujuće predstavljao svijetlu tačku na izlasku iz krize 2010. godine. Iako je u 2008. godini ta vrijednost bila niža od svih drugih zemalja i regiona (osim Bosne i Hercegovine) 29,1%, što je bilo niže od svih okolnih zemalja, niže od svjetskog prosjeka (29,5%), prosjeka

³⁹⁵ International Monetary Fund (2015). *The Western Balkans: 15 Years of Economic Transition*, Regional Economic Issues, Special Reports, str. 89.

³⁹⁶ *The World Bank* (2. april 2016). www.databank.worldbank.org.

³⁹⁷ *Tradingeconomics.com* (2016). Serbia: Credit rating, www.tradingeconomics.com

³⁹⁸ Koczan, Z. (2015). *Fiscal Deficit and Public Debt in the Western Balkans: 15 Years of Economic Transition*, IMF Working Paper, WP/15/172. str. 14.

³⁹⁹ www.tradingeconomics.com.

grupe zemalja sa višim srednjim nivoom dohotka (32,4%), Evropske unije (38,5%) i zemalja Centralne Evrope i Baltika (52,1%);⁴⁰⁰

- stopa nezaposlenosti od 13,6% u 2008. godini bila je više nego dvostruko iznad svjetskog prosjeka (5,7%), prosjeka zemalja susjeda koje su postale članice EU (5,9%), zemalja Centralne Evrope i Baltika (6,6%) i ispod prosjeka za zemlje višeg srednjeg nivoa dohotka (5,6%), a jedino je bila manja od prosječne nezaposlenosti u zemljama Zapadnog Balkana koja je iznosila 19,2%. Pri tome se prate samo aktivno nezaposleni, građani koji su se prijavili na biro rada;
- bankarski sektor u Srbiji bilježio je konstantan rast svih pokazatelja do 2008. godine, zahvaljujući velikoj kreditnoj ekspanziji od 2004. godine. Od 34 banke u zemlji sa ukupno 32.000 zaposlenih, na dan 31.12.2008. godine, 20 banaka je bilo u većinskom vlasništvu stranih akcionara, 6 banaka u vlasništvu domaćih pravnih i fizičkih lica i 8 banaka u državnom vlasništvu. U ukupnoj bilansnoj sumi bankarskog sektora banke sa stranim vlasnicima imale su 75% učešća, državne banke 16%, a banke u privatnom vlasništvu 9%;⁴⁰¹
- rast stranih direktnih investicija bio je jedan od prioriteta svake Vlade Srbije od 2000. godine i, iako je zabilježen značaj porast ovih investicija, Srbija ipak nije postala nezaobilazna destinacija za strane grinfild ili "braunfild" (engl. *brownfield*) investitore. U periodu od 2004. do 2008. godine Zapadni Balkan i okolne zemlje privukle su značajne investicije, ali su one uglavnom otišle u zemlje koje su postale ili trebalo da postanu članice Evropske unije (Tabela 4.11). Srbija je najviše profitirala od prodaje Mobtela norveškom Telenoru 2006. godine za 1,5 milijardi evra;

⁴⁰⁰ *The World Bank* (2. april 2016). www.databank.worldbank.org.

⁴⁰¹ *Narodna banka Srbije* (2. april 2016). www.nbs.rs.

Tabela 4.11. Visina stranih direktnih investicija u periodu 2004-2008. godina (u milionima evra)

Zemlja	Ukupne neto strane direktne investicije
Srbija	8.928
Albanija	1.906
Bosna i Hercegovina	3.913
Hrvatska	13.045
Makedonija	1.589
Crna Gora	2.228
Bugarska	36.547
Mađarska	12.698
Rumunija	45.837

Izvor: *The World Bank* (2. april 2016). www.databank.worldbank.org

- stopa inflacije je u 2008. godini bila na nivou 8,6%, pošto je prethodno 2005. godine iznosila 17,7%, 2006. godine 6,6% i 2007. godine 11,0%.⁴⁰² U 2008. godini Srbija je imala najveću stopu inflacije od svih zemalja Zapadnog Balkana i susjednih zemalja članica Evropske unije, iako je održavanje stabilnosti cijena uvijek bilo prioritet Narodne banke Srbije;
- održavanje jakog kursa dinara prema evru takođe je bio jedan od najvažnijih zadataka Narodne banke Srbije u periodu od 2001. do 2008. godine. Dinar je čak ojačao u odnosu na evro u 2006. godini (prodaja Mobtela je tu imala najvažniju ulogu), dok je Narodna banka Srbije konstantno intervenisala na deviznom tržištu kad god se za tim ukazala potreba, sa idejom zadržavanja kursa na stabilnom nivou (Tabela 4.12).

⁴⁰² Narodna banka Srbije (2. april 2016). www.nbs.rs.

Tabela 4.12. Kretanje kursa evro/dinar (2005-2008. godina)

Godina	Kurs EVRA/RSD	Promjena u odnosu na prethodnu godinu, %
2005.	85,50	8,4
2006.	79,00	-7,6
2007.	79,24	0,3
2008.	88,60	11,8

Izvor: *Narodna banka Srbije* (2. april 2016). www.nbs.rs.

U Srbiji je 2008. godina, kada je kriza već uveliko bila prisutna u Sjedinjenim Američkim Državama, a velike evropske banke počele da objavljuju ogromne gubitke u poslovanju, prošla kao jedna normalna poslovna godina, sa izostankom kontinuiteta u rastu makroekonomskih pokazatelja, ali je u odnosu na 2007. godinu došlo do smanjenja stope nezaposlenosti i javnog duga, strane direktne investicije su ostale na istom nivou, kao i nivo budžetskog deficita, povećala se kreditna aktivnost banaka, kao i izvoz, dok je stopa rasta bruto društvenog proizvoda iznosila 5,4%. Ipak, makroekonomski pokazatelji zabilježili su svoju korekciju već krajem 2008. godine, ali je tek u 2009. godini došlo do ozbiljnih poremećaja.

Ako se u obzir uzme duži vremenski period i podaci uporede sa svjetskim prosjekom i susjednim zemljama, Srbija je krizu dočekala sa višim stopama inflacije i nezaposlenosti, veoma niskim nivoom izvoza, nedovoljno visokim stopama rasta bruto društvenog proizvoda i kreditnim rejtingom, uz kontrolisani devizni kurs i skroman priliv stranih direktnih investicija, zatim bankarskim sektorom koji je bio pod kontrolom stranih banaka i uz nizak nivo javnog duga prema bruto društvenom proizvodu, kao jedinom svijetlom tačkom. Srpska privreda sistemski nije bila spremna za krizu koja je stizala i samo ju je potencijalni duži period visoke globalne likvidnosti mogao podići do nivoa koje su zemlje Baltika ili Bugarska i Rumunija ostvarile prije ulaska u Evropsku uniju. Međutim, scenario je bio drugačiji i Srbija, ophrvana i konstantnim političkim previranjima (česti parlamentarni izbori, uslovljavanje priznavanja Kosova, itd.), postala je još jedna zemlja u nizu koju je zadesila globalna finansijska kriza.

Budući da je veliki broj banaka sa stranim vlasništvom u Srbiji bio dio neke velike svjetske grupacije (Socijete ženeral, Kredi agrikul, Banka Intesa) ili velikih evropskih bankarskih sistema (Erste banka, Rajfajzen banka, Evrobanka, Sao Paolo INI), a zbog njihove izloženosti hipotekarnom tržištu u Sjedinjenim Američkim Državama, lokalne filijale u Srbiji više nisu mogle da računaju na jeftine izvore kreditiranja. U drugom i trećem kvartalu 2009. godine smanjena likvidnost bankarskog sektora potpuno je zaustavila kreditiranje stambene izgradnje, a kreditna aktivnost prema preduzećima pala je 10%. Strane direktne investicije, koje su samo jedne godine premašile vrijednost od 3 milijarde evra, pale su sa prosječne 2,3 milijarde evra u periodu od 2006. do 2008. godine na 1,1 milijardu evra u 2009-2010. godini. Pri tome, ne možemo da govorimo o smanjenju od 1,2 milijarde evra godišnje već je neostvareni priliv investicija mnogo veći, pošto je za ostvarivanje željenih stopa rasta bruto društvenog proizvoda u Srbiji bilo potrebno najmanje 4 milijarde evra direktnih stranih investicija godišnje.

Narodna banka Srbije je tokom četvrtog kvartala 2008. godine, suočena s potresima koji su se dešavali na globalnom finansijskom tržištu, reagovala donošenjem Odluke o privremenim merama za očuvanje bankarskog sistema u Republici Srbiji, koje su imale namjeru da ublaže poremećaje izazvane krizom. Najvažnije mjere bile su usmjerene na relaksaciju obaveze banaka prema Narodnoj banci Srbije po osnovu kredita datih stanovništvu, kao i na podizanje koeficijenta adekvatnosti kapitala banaka, sa idejom da banke relaksira prebacivanje tereta krize na stanovništvo insistiranjem na naplati dospjelih obaveza.⁴⁰³

U narednim mjesecima Narodna banka Srbije je donosila nove mjere za očuvanje stabilnosti finansijskog sistema:

- banke su dobile mogućnost produženja roka otplate gotovinskih kredita stanovništvu na godinu dana na zahtjev klijenta;
- ukinuta je obaveza izdvajanja obavezne rezerve na zaduživanja u inostranstvu

⁴⁰³ Narodna banka Srbije (2009). *Kvartalni izveštaj za četvrti kvartal 2008. godine*, str. 16.

- dalje ublažavanje kriterijuma klasifikacije loših kredita u kategoriju D, koja je nosila 100% izdvajanje u obaveznu rezervu;
- limitiranje ukupno odobrenih kredita stanovništvu na 200% osnovnog kapitala banke;
- uvedene nove obaveze izvještavanja od strane banaka i u kraćim vremenskim rokovima, kako lokalne banke tako i dobijanje informacija o poslovanju centrala stranih banaka u Srbiji, kao veoma bitna stavka ažurnog nadzora s ciljem sprečavanja potencijalnih problema ;
- olakšan je proces uvođenja prinudne uprave u banke od strane Narodne banke Srbije i omogućeno bankama da obavljaju poslove banke za posebne namjene, tzv. “bridž” banke na koje mogu da se prenesu imovina i obaveze banke koja je izgubila dozvolu za rad;
- usklađivanje bankarskog sistema u zemlji sa standardima Bazel II, koji se posebno odnose na adekvatnost kapitala banke, kao i obaveza objavljivanja podataka u vezi sa upravljanjem rizicima i kapitalom banke.⁴⁰⁴

Može se reći da je bankarski sektor u Srbiji prošao kroz finansijsku krizu bez prevelikih problema (ako izuzmemo gubitak profita zbog smanjenja kreditne aktivnosti i rast loših kredita). Zahvaljujući agresivnim i pravovremenim aktivnostima Narodne banke Srbije po pitanju likvidnosti banaka, zaštite klijenata i s pojačanom kontrolom, održana je stabilnost finansijskog sistema. Poslije dva krizna kvartala 2008. godine, već u četvrtom kvartalu te godine ponovo se uspostavlja bankarska aktivnost. Adekvatnost kapitala banaka konstantno je bila iznad 8% propisanih Bazel II standardima, takođe zahvaljujući aktivnostima Narodne banke Srbije. Značajnu ulogu u smirivanju krize u bankarskom sistemu i sprečavanju potencijalnih paničnih poteza banaka imala je i Bečka inicijativa iz januara 2009. godine, kada su u tom gradu najveće evropske banke i predstavnici Vlada evropskih zemalja postigli dogovor oko zajedničkih principa djelovanja u uslovima krize i odnosu prema zemljama Zapadnog Balkana:

⁴⁰⁴ Narodna banka Srbije (2011). *Kvartalni izveštaj za četvrti kvartal 2010. godine*, www.nbs.rs.

- “prevencija nekontrolisanog masovnog povlačenja sredstava iz banki kćerki od strane centrala u razvijenim zemljama, kao i prolongiranje obaveza preduzeća i banaka koje dospjevaju u narednom periodu, a čije bi servisiranje moglo da izazove poremećaje u zemlji i regionu;
- obaveza centrala banaka da dokapitalizuju svoje filijale u zemljama u razvoju, ukoliko za to postoji potreba;
- obaveza da se pomoć koju centrale dobijaju od svojih zemalja preusmjeri i ka filijalama u drugim zemljama;
- obaveza poštovanja ostalih dogovorenih principa u uslovima krize.⁴⁰⁵

U okviru Bečke inicijative, ukupno 10 stranih banaka koje su poslovale u Srbiji obavezalo se da će zadržati postojeći nivo kreditne izloženosti u Srbiji od 8,7 milijardi evra (što je činilo 25% bruto društvenog proizvoda Srbije) do kraja 2010. godine, bez povlačenja sredstava u tom periodu. Takođe, u okviru Programa podrške finansijskom sektoru koji je donijela Vlada Republike Srbije, domaće banke su se obavezale da će olakšati konverziju kredita u stranoj valuti u kredite u domaćoj valuti, dok je Narodna banka Srbije obezbijedila milijardu evra kao podsticaj bankama za aktivnosti u ublažavanju efekata krize (pomoć bankama prilikom restrukturiranja kredita i konverziju kredita iz strane valute u dinare).⁴⁰⁶

Ovi principi pomogli su Narodnoj banci Srbije da teret borbe protiv krize prebaci sa solventnosti i odgovarajuće adekvatnosti kapitala banaka na povećanje njihove likvidnosti, što je ona i uradila uvođenjem mogućnosti davanja dinarskih kredita bankama za očuvanje likvidnosti s rokom do godinu dana, ugovaranja dinarsko-deviznih svop poslova sa Narodnom bankom Srbije i izdvajanja devizne obavezne rezerve kod Narodne banke Srbije u dinarima.⁴⁰⁷ Ponovo treba istaći da se Bečka inicijativa odnosila na cijeli region, koji se i u tim kriznim situacijama posmatrao kao zajedničko tržište.

⁴⁰⁵ Vienna Initiative (15. mart 2016). *Vienna Initiative 1.0*, www.vienna-initiative.com.

⁴⁰⁶ International Monetary Fund (2011). *Country Report 11/213*, str. 26.

⁴⁰⁷ Bošnjak, M. (2011). *Globalna finansijska i ekonomska kriza 2007-2010. godina – uzroci, posledice i poruke*, Studija za sajt Ministarstva finansija Republike Srbije, str. 37.

Narodna banka Srbije je i korekcijama referentne kamatne stope pokušala da utiče na likvidnost bankarskog sektora i kreditnu aktivnost banaka. U periodu do kraja 2008. godine Narodna banka Srbije je podizala kamatnu stopu sa idejom da restriktivno djeluje na kreditnu ekspanziju, ali kada je shvatila da samo povećana potrošnja i privredna aktivnost mogu da utiču na prevazilaženje krize, kao i da banke u sve većem procentu svoju aktivnu ulažu u državne hartije od vrijednosti, uslijedilo je drastično smanjivanje kamatnih stopa u kratkim vremenskim intervalima (sa 17.75% početkom 2009. godine do 9,5% na kraju iste godine) – Grafikon 4.3, i kreditna aktivnost banaka ponovo je počela da se obnavlja u četvrtom kvartalu 2009. godine. Može se reći da je veliki uspjeh što tokom krize nijedna banka nije bankrotirala, iako je u nekoliko njih uvedena prinudna uprava (Agrobanka, Razvojna banka).

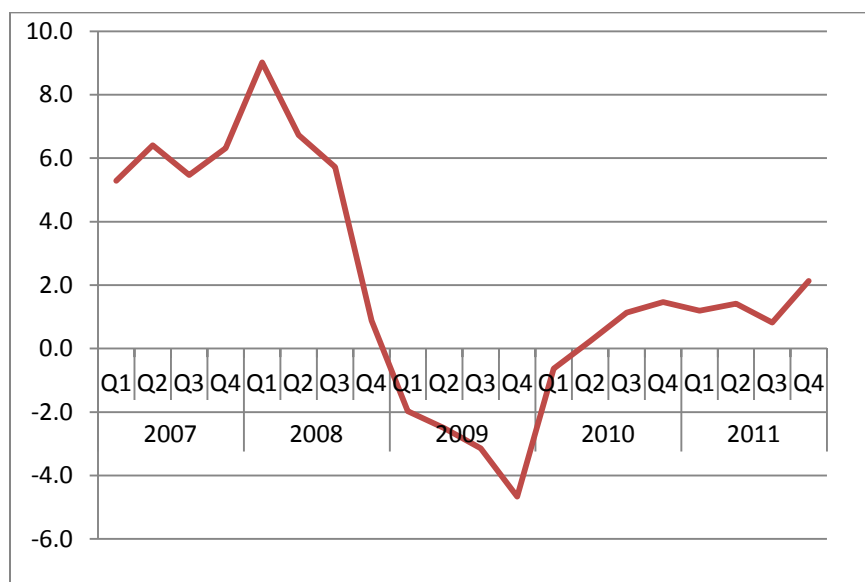


Grafikon 4.3. Kretanje referentne kamatne stope Narodne banke Srbije (2007-2011. godina)

Izvor: Narodna banka Srbije (11. april 2016). www.nbs.rs

I Vlada Republike Srbije i njeno Ministarstvo finansija morali su da reaguju na drastično smanjivanje stopa rasta bruto društvenog proizvoda od prvog kvartala 2008. godine. Stope rasta su pet kvartala bile negativne, što je mnogo duže od dva negativna kvartala i smatra se

signalom da je jedna privreda u recesiji (Grafikon 4.4).⁴⁰⁸ Osnovni problem predstavljao je smanjen priliv sredstava iz inostranstva kojim je finansiran deficit tekućeg računa jer je, pored smanjenih direktnih stranih investicija, došlo i do smanjenja kreditiranja domaćih preduzeća iz inostranstva (više kamatne stope, stroži uslovi kreditiranja), kao i smanjenja priliva po osnovu doznaka iz inostranstva. Rješenje je nađeno u smanjenju potrošnje pošto su druge opcije, poput depresijacije dinara ili rasta inflacije, ocijenjene nepovoljnijim, uz istovremeno podizanje investicija i izvoza.⁴⁰⁹



Grafikon 4.4. Kretanje stopa rasta bruto društvenog proizvoda u Srbiji po kvartalima (2007-2011. godina)

Izvor: Narodna banka Srbije (11. april 2016). www.nbs.rs.

Ministarstvo finansija reagovalo je setom svojih mjera za zaštitu stanovništva i privrede putem povećanja likvidnosti i smanjenja rashoda, koje su prvi put donesene u četvrtom kvartalu 2008. godine u koordinaciji sa Narodnom bankom Srbije, i koje su uključivale:

- podignut je nivo garantovane štednje građana u bankama sa 3.000,00 evra na 50.000,00 evra po ugovoru;

⁴⁰⁸ Arnold, R. A. (2014). *Economics*, South-Western Cengage Learning, Mason, USA, str. 160.

⁴⁰⁹ Bošnjak, M. (2011). *Globalna finansijska i ekonomska kriza 2007-2010. godina – uzroci, posledice i poruke*, Studija za sajt Ministarstva finansija Republike Srbije, str. 51.

- ukinuti su porez na kamatu na deviznu štednju i privremeno su ukinuti porezi na kapitalnu dobit u trgovini hartija od vrijednosti i porez na prenos apsolutnih prava, radi podsticanja štednje i berzanske trgovine;
- povećanje akcija na gorivo i duvan;
- smanjenje troškova u javnim preduzećima (smanjenje broja zaposlenih do visine od 10% ukupno zaposlenih, ograničavanje visine naknada za menadžere i članove Upravnih odbora javnih preduzeća);⁴¹⁰
- dogovoren je dvogodišnji standbaj (engl. *stand-by*) aranžman s Međunarodnim monetarnim fondom do aprila 2011. godine u visini od 3 milijarde evra (prethodno je u januaru 2009. godine dogovoren kreditni aranžman od 400 miliona evra);
- smanjenje plata iznad 40.000,00 dinara i 100.000,00 dinara za 10% i 15% respektivno u državnim službama;
- davanje prednosti domaćim kompanijama na tenderima za javnu nabavku ukoliko su dali ponude sličnog kvaliteta;
- predviđena su sredstva za sufinansiranje kredita za investicije i nabavku trajnih obrtnih sredstava u visini od 160 milijardi dinara;
- subvencionisanje kamatnih stopa za kredite za likvidnost i potrošačke kredite za kupovinu domaćih proizvoda;
- putem Fonda za razvoj obezbijedeni su krediti za preduzetnike sa povlašćenim kamatnim stopama;
- pomoć izvozniciima koji su imali sve više problema s plasmanom svojih proizvoda u inostranstvu;
- skraćeno je vrijeme povraćaja PDV-a izvozniciima sa 45 na 15 dana;
- oslobađanje od carinskih dažbina na uvoz opreme koja se ne proizvodi u Srbiji;
- s ciljem podsticaja izvoza potpisani su ugovori o slobodnoj trgovini sa Evropskom unijom, zemljama CEFTA i Rusijom;

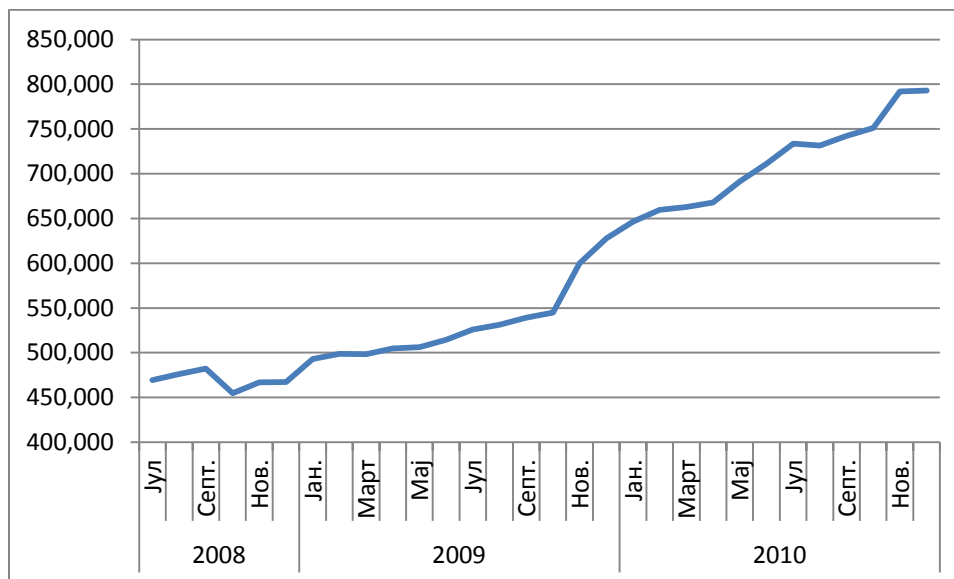
⁴¹⁰ Narodna banka Srbije (2. april 2016). www.nbs.rs.

- obezbijedena su sredstva, uz podršku Svjetske banke, Evropske banke za obnovu i razvoj, Evropske investicione banke i Vlade Grčke, za nastavak radova na Koridoru 10;
- izmirenje svih budžetskih obaveza u što kraćem roku, kako bi se popravila likvidnost preduzeća kojima je država dugovala;
- niz mjera za održavanje socijalne sigurnosti zaposlenih;
- subvencionisanje stambenih kredita za novogradnju, koji su imali za cilj oporavak građevinske industrije koja je bila izuzetno pogođena krizom.

Uslov za odobravanje kredita pod povlašćenim uslovima bio je zadržavanje broja zaposlenih na nivou prije početka krize. Tokom 2009. godine iz državnog budžeta su subvencionisane kamate u visini od 55 miliona evra i to je obezbijedilo kredite u ukupnom iznosu od 1,1 milijardu evra (od toga, 936 miliona evra za kredite za likvidnost, 165 miliona evra za potrošačke kredite i svega 2 miliona evra za investicione kredite).⁴¹¹

Prva reakcija građana na pojavu finansijske krize je strah od propadanja banaka i obično se u vrlo kratkom roku ispred banaka pojave redovi građana koji žele da podignu svoju štednju. U Srbiji se nije desilo nikakvo panično reagovanje od strane stanovništva, tako da je najveći pad zabilježen u oktobru 2008. godine (odliv depozita od oko 30 miliona evra, djelimično izazvan i istekom oročenih depozita na godinu dana, u Nedelji štednje, kada su banke nudile znatno veće kamatne stope). Za četiri mjeseca, već od januara 2009. godine, nivo štednje premašio je nivo iz septembra 2008. godine (Grafikon 4.5).

⁴¹¹ Narodna banka Srbije (2. april 2016). www.nbs.rs.



Grafikon 4.5. Kretanje visine depozita stanovništva u stranoj valuti u Srbiji, u milionima evra (2008-2010. godine)

Izvor: Narodna banka Srbije (2. april 2016). www.nbs.rs

Globalna ekonomija je pretrpjela veliki gubitak izazvan hipotekarnom krizom i posljedice su dugotrajnije od perioda kada su privrede izašle iz recesije i ponovo počele da ostvaruju rast. Gubici koje je pretrpjela Srbija sigurno bi bili veći da mjere koje su Vlada Republike Srbije, Ministarstvo finansija i Narodna banka Srbije preduzeli nisu bile dovoljno agresivne i pravovremene. Narodna banka Srbije je svojom konzervativnom politikom u periodu prije krize učinila uslugu i bankama i privredi pošto se nivo adekvatnosti kapitala od 12%, koji je bio iznad preporučenih međunarodnih standarda od 8%, pokazao kao prava linija odbrane bankarskog sistema. Mnogo je teže bilo spriječiti posljedice krize na realni sektor, u kojem reforme nisu dovele do strukturnih reformi i gdje je nedostatak investicija i kredita predstavljao put ka smanjenju potrošnje i izvoza i sve većim poslovnim problemima.

Kao što se vidi u Tabeli 4.13, pokazatelji ekonomskog stanja u Srbiji značajno su reagovali na uticaje globalne krize. Iznenađuje rast izvoza, ali sve ostale kategorije pokazuju drastično smanjenje.

Tabela 4.13. Pokazatelji uticaja svjetske finansijske krize u Srbiji

Pokazatelj	Period 2009-2010. godina
Bruto društveni proizvod (nominalno smanjenje)	-3,9 milijardi evra
Bruto društveni proizvod (procentualna promjena)	-11,7%
Kreditni rejting	S&P BB stabilan (napredak sa BB-negativan) Fitch BB- (napredak sa BB- negativan)
Izvoz (procentualna promjena)	+13%
Strane direktne investicije (u odnosu na prosjek 2006-2008)	-52%
Javni dug/BDP (u odnosu na 2008. godinu)	+58%
Budžetski deficit/BDP (u odnosu na 2008. godinu)	+100%
Cene nekretnina (Beograd/Srbija; procentualna promjena)	-12%/+2%
Rast ukupne bankarske aktive (procentualna promjena)	+42,6%
Rast problematičnih kredita (procentualna promjena)	+128%
Stopa nezaposlenosti	+41,1%

Izvor: Podaci iz ovog rada, Poglavlje 4.1.

Ako bi se u obzir uzeo izgubljeni rast bruto društvenog proizvoda Srbije za period od dvije godine (2009-2010), po prosječnoj stopi rasta u periodu od 2001. do 2008. godine od 6,1%, neostvarena vrijednost bruto društvenog proizvoda dostiže vrijednost od 9,8 milijardi evra, što predstavlja 33% ostvarenog bruto društvenog proizvoda Srbije u 2010. godini.

Makroekonomsku i finansijsku situaciju u Srbiji na kraju 2010. godine karakterisalo je sledeće stanje, koje možemo da uporedimo sa globalnim i regionalnim trendovima:

- stopa pada bruto društvenog proizvoda u periodu 2008-2010. godine od -11,7% godišnje bila je manja jedino od prosjeka za zemlje Centralne Evrope i Baltika, koje su u tom periodu izgubile po 13,7% bruto društvenog proizvoda, dok su ostale zemlje Zapadnog Balkana izgubile u prosjeku 9,2% bruto društvenog proizvoda. Sa druge strane, rast globalnog bruto društvenog proizvoda bio je pozitivan i iznosio je

4,8%, a za grupu zemalja višeg srednjeg nivoa dohotka, u koju prema Svjetskoj banci spada Srbija, na 19,9%;⁴¹²

- kreditni rejting Srbije iznosio je 2010. godine BB stabilan prema Standard i Pur (*Standard & Poor*) agenciji, dok je Slovenija imala rejting AA negativan, Hrvatska BBB- negativan, Crna Gora BB+ negativan i Makedonija BB negativan. U odnosu na 2008. godinu Srbija je podigla svoj kreditni rejting, Crna Gora je napredovala tako što je izgubila negativnu perspektivu, dok su lošije prošli Slovenija (izgubila stabilnu perspektivu), kao i Hrvatska i Makedonija (obje zemlje pale su za jedan nivo, sa negativnom perspektivom);⁴¹³
- ukupan državni dug prema bruto društvenom proizvodu Srbije još uvijek je 2010. godine bio na relativno niskom nivou od 42,2%⁴¹⁴, na istom nivou kao prosjek kod ostalih zemalja Zapadnog Balkana (41,8%) i prosjek četiri susjedne zemlje članice Evropske unije (40,6%), i dalje značajno niže od prosjeka u Evropskoj uniji od 78,4%;⁴¹⁵
- odnos izvoza prema bruto društvenom proizvodu u Srbiji iznenađujuće je porastao u uslovima krize 2008-2010. godine za čitavih 13%. U istom periodu svjetski prosjek bio je pad od -5%, prosjek pada ovog pokazatelja kod grupe zemalja sa višim srednjim nivoom dohotka iznosio je -11,7%, Evropske unije -1,5% i kod zemalja Zapadnog Balkana -7,5%. Rast od 6,1% zabilježile su susjedne zemlje članice Evropske unije (zahvaljujući rastu izvoza u Rumuniji od 20%) i zemlje Centralne Evrope i Baltika od 4,2%. Sama vrijednost iznosila je 32,9% u 2010. godini, što je više od svjetskog prosjeka od 28,0%, vrijednosti za zemlje višeg srednjeg nivoa od 28,6%, ali niže od prosjeka Evropske unije (40,5%) i zemalja Centralne Evrope i Baltika (59%). Ovaj pokazatelj u Srbiji niži je i od prosjeka zemalja Zapadnog Balkana (35,3%) i susjednih zemalja članica Evropske unije (58,1%);⁴¹⁶

⁴¹² *The World Bank* (3. april 2016). www.databank.worldbank.org.

⁴¹³ www.tradingeconomics.com.

⁴¹⁴ *Narodna banka Srbije* (2011). www.nbs.rs.

⁴¹⁵ www.tradingeconomics.com,

⁴¹⁶ *The World Bank* (2016). www.databank.worldbank.org.

- porast stope nezaposlenosti od 41,1% u Srbiji u periodu 2008-2010. godine svrstao je Srbiju među zemlje koje su tokom krize izgubile najviše radne snage. Od posmatranih zemalja Slovenija je imala porast ove stope od 63,6%, Bugarska 45,1%, Mađarska 43,6%, Hrvatska 40,4%, tako da ne čudi što su zemlje Centralne Evrope i Baltika imale u prosjeku porast stope nezaposlenosti za 50%, a Evropska unija za 37,1%. Prosjek zemalja Zapadnog Balkana sličan je Srbiji (21%), dok je na svjetskom nivou ova stopa porasla za svega 7%. Visina stope nezaposlenosti u Srbiji u 2010. godini od 19,2% je realnost Zapadnog Balkana, i za dva do tri puta je viša nego kod okolnih zemalja ili svjetskih regiona: na svjetskoj nivou ona je te godine iznosila 6,1%, u Evropskoj uniji 9,6%, u Centralnoj Evropi i Baltiku 9,9% i u zemljama u istoj grupi po visini bruto društvenog proizvoda svega 5,7%;⁴¹⁷
- bankarski sektor u Srbiji prošao je kroz veoma težak period tokom 2008-2010. godine. Izložen udarima sa globalnih tržišta, uz smanjen priliv stranih investicija i doznaka, uz privredu koja se borila sa sve većom konkurencijom iz uvoza i smanjenim izvoznim opcijama, a pod jakom kontrolom Narodne banke Srbije i brojnim obavezama koje je ona nametnula, ipak je uspio da opstane i preživi bez velikih posljedica. Broj zaposlenih u bankarskom sektoru u ovom periodu se smanjio za 2.455 zaposlenih ili 7,6%. Ukupna bilansna suma porasla je u ovom periodu za 42,6%, a u njenoj strukturi najveće učešće imali su krediti u visini od 64%, zatim opozivi depoziti i krediti sa 16% i državne hartije od vrijednosti sa 7%. Međutim, problematični krediti preduzećima povećali su se za drastičnih 128% tokom ove dvije godine i predstavljali su ozbiljan problem kako za banke, tako i za privredu pošto se radilo o preduzećima koja nisu mogla da izvršavaju svoje ugovorene obaveze, kao ni da isplaćuju plate i doprinose zaposlenima. Pokazatelj pokrića problematičnih kredita obračunatom rezervom za pokriće gubitaka iznosio je krajem 2010. godine 134%, što je predstavljalo dodatnu sigurnost da ovi krediti ne mogu da ugroze bankarski sistem, dok je pokazatelj likvidnosti iznosio 1,96, što je značajno iznad propisanog minimuma od 1. Odnos kredita i depozita iznosio je 108%, što je takođe konzervativno, ali u datim okolnostima i veoma pozitivan

⁴¹⁷ *The World Bank* (2016). www.databank.worldbank.org.

pokazatelj.⁴¹⁸ Pokazatelj adekvatnosti kapitala takođe je bio iznad propisanog i iznosio je za bankarski sektor 19,9% (granica koju je Narodna banka Srbije propisala iznosila je 12%);⁴¹⁹

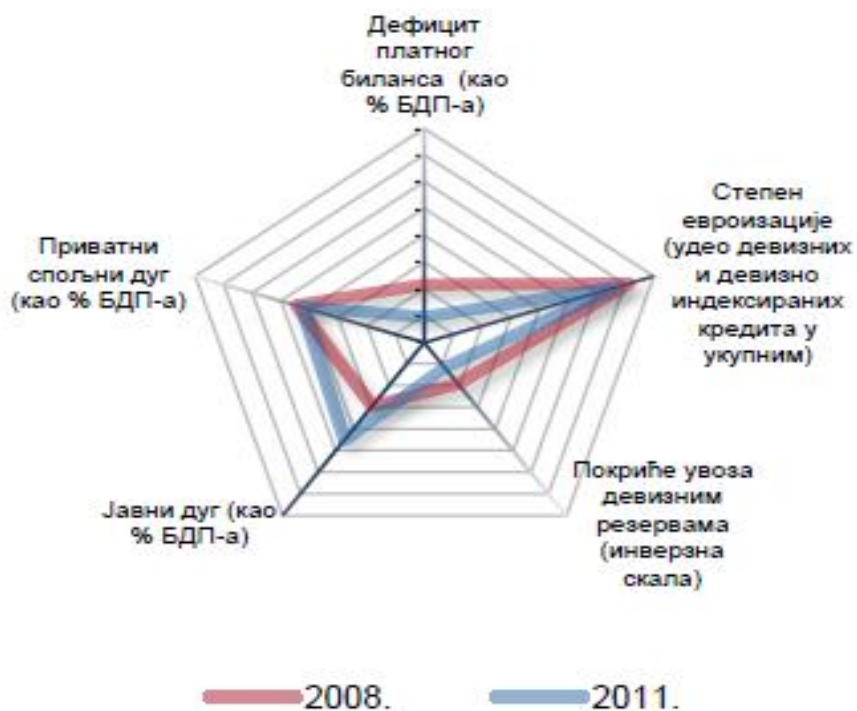
- ostvariti rast stranih direktnih investicija u uslovima krize bila je prosto nemoguća misija. U dvije godine (2009-2010) u Srbiju je ušlo 2.232 milijarde evra stranih investicija, što je u prosjeku 52% manje nego u periodu od 2005. do 2008. godine. Jasno je da se u uslovima krize potencijalni investitori, bilo da su u pitanju multinacionalne kompanije, regionalne firme ili portfolio investitori, prije svega bore za očuvanje svoje supstance, a tek onda gledaju kako da naprave iskorak. Loši uslovi za kreditiranje, smanjene aktivnosti kod preuzimanja i akvizicija, kao i globalno niži nivo potrošnje, doprineli su ovakvom rezultatu, koji je i ostale zemlje Zapadnog Balkana stavio u sličan položaj. I u ovakvim okolnostima Mađarska, Albanija i Crna Gora zabilježile su prosječan rast u periodu krize i imale su 222%, 58% odnosno 27% respektivno veće strane investicije nego prije krize. Ipak većina zemalja regiona imala je veliki pad investicija i on je iznosio u slučaju Bugarske - 80%, Rumunije -78%, Bosne i Hercegovine -72%, Hrvatske -69% i Makedonije - 59%. Posmatrajući region i izuzimajući Mađarsku koja je i investitor u druge zemlje, i Albaniju i Crnu Goru koje su imale nisku osnovu, Srbija je imala manji pad u stranim direktnim investicijama nego druge zemlje. Međutim, to ne znači mnogo pošto je visina investicija mnogo veća nego što je bila kako prije, tako i za vrijeme krize.

Ako 2010. godinu uzmemo kao godinu u kojoj su se efekti globalne krize već apsorbovali, možemo da zaključimo da je Srbija u periodu krize pretrpjela veliki pad bruto društvenog proizvoda i direktnih stranih investicija, kao i visok rast stope nezaposlenosti. Sa druge strane, bankarski sistem je uspio da “preživi“ finansijsku krizu bez velikih lomova, javni dug je porastao, ali je i dalje bio u normalnim granicama, izvoz je iznenađujuće zabilježio rast u odnosu na bruto društveni proizvod, dok je kreditni rejting zadržan i popravljen do

⁴¹⁸ Narodna banka Srbije (3. april 2016). www.nbs.rs.

⁴¹⁹ Narodna banka Srbije (3. april 2016). www.nbs.rs.

kraja krize. Za preduzete aktivnosti očuvanja finansijskog i privrednog sistema Narodna banka Srbije i Ministarstvo finansija zaslužuju pohvale jer su nesumnjivo iskoristili iskustva drugih zemalja u borbi protiv krize i primijenili najrealniji scenario za našu zemlju, iako ključni problemi nisu riješeni (javna preduzeća, višak zaposlenih, itd.). Ali, sve to nije bilo dovoljno pošto su sistemski problemi s kojima se tranzicija u Srbiji suočava i dalje ostali prisutni i činjenica da su druge zemlje bile gore u savladavanju krize u određenim parametrima od nas ne predstavlja nikakvu utjehu. Jer, kada se podvuče crta i pogleda stanje poslije 2010. godine, Srbija i dalje ima niske stope rasta bruto društvenog proizvoda, izuzetno visoku nezaposlenost, izuzetno nizak odnos izvoza prema bruto društvenom proizvodu i nedovoljan nivo stranih investicija – veliki broj ključnih parametara koji ne daju previše razloga za veliki optimizam (Grafikon 4.6).



Grafikon 4.6. Kretanje ključnih makroekonomskih pokazatelja⁴²⁰

Izvor: Narodna banka Srbije (3. april 2016). www.nbs.rs

⁴²⁰ Narodna banka Srbije (3. april 2016). www.nbs.rs.

Odgovor regulatornih organa bio je korektan i pravovremen i pomogao je da se posljedice krize relativno brzo saniraju. Može se izvući zaključak da je kriza definitivno usporila rast srpske privrede, ali i da je on već dostigao svoje limite prije krize i da se bez strukturnih promjena ne može očekivati dalji i kvalitetniji razvoj. Bez jačanja domaće štednje, izvoza i povećavanja zaposlenosti, čekanje na strane investitore ne može i ne smije da bude jedini stub na kojem stoji budućnost srpske privrede jer to definitivno predstavlja našu slabu tačku kod eventualnih budućih globalnih kriza.

4.3. *Transmisioni kanali preliivanja krize na srpsko tržište kapitala*

U savremenim uslovima globalizacije u svim segmentima života i biznisa, kao i značajnom tehnološkom napretku koji se dešava iz godine u godinu, povezanost globalnog tržišta kapitala već više decenija predstavlja realnost. Riječ je o uzajamnoj povezanosti geografski udaljenih tržišta kapitala sa tržištem obveznica, akcija i derivata, kao i sa deviznim tržištima širom svijeta. To je isprepletana mreža tokova informacija i kapitala, koji traži najbolju priliku za zaradu ili zaštitu svoje vrijednosti.

Tržište kapitala u Sjedinjenim Američkim Državama je dominantna sila koja utiče na sva ostala tržišta u svijetu, direktno ili indirektno (kretanja na američkom tržištu kapitala utiču na evropska tržišta sa 30%, dok evropsko tržište utiče na američko sa 6%).⁴²¹ Brojni autori našli su povezanost u transferu kriza sa jednog finansijskog tržišta na drugo, kako geografski tako i između različitih vrsta tržišta, u slučaju krize iz 1987. godine, Meksičke krize iz 1994. godine, Azijske krize iz 1997. godine, Ruske krize, krize izazvane terorističkim napadom 2001. godine u Njujorku, krize hipotekarnog tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama i krize državnog duga u Evropi.⁴²² Jasno je da što je veće tržište koje je u krizi u pitanju, to je širenje na druga tržišta intenzivnije i jače, kao i da je korelacija u

⁴²¹ Ehrmann, M., Fratzscher, M. & Rigobon, R. (2010). *Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission*, Journal of Applied Econometrics, Volume: 26 Issue: 6, John Wiley and Sons, Chichester, UK, str. 948-974.

⁴²² Mollah, S., Shahiduzzaman Quoreshi, A. M. M. & Zafirov, G. (2016). *Equity market contagion during global financial and Evraozone crisis: Evidence from a dynamic correlation analysis*, Journal of International Financial Markets, Institutions, and Money, Volume 41, str. 151-167.

kretanjima berzanskih indeksa veća u uslovima krize, kada rast sinhronizovanosti u kretanjima najvećih svjetskih tržišta nastaje kao rezultat globalnog širenja finansijske “zaraze“.⁴²³

Pored jasnih prednosti globalizacije, postoje i negativni uticaji na zemlje u razvoju, poput veće finansijske zavisnosti od razvijenijih zemalja i međunarodnih institucija, kao i ranjivosti u uslovima kriza. Tržišta kapitala u zemljama u razvoju nalaze se u ranoj fazi tranzicije, kao i cijela ekonomija i društveni sistem u tim zemljama, i najčešće imaju slabu infrastrukturu, mali broj domaćih investitora, nisku korporativnu kulturu listiranih kompanija, nizak nivo javnosti informacija, itd. Sa sazrevanjem lokalnog tržišta i povezivanjem u globalno tržište kapitala, ona postaju sve izloženija globalnim kretanjima. Od povezanosti jednog finansijskog sistema sa globalnim tržištem, koje se mjeri putem indikatora međunarodne finansijske otvorenosti (direktne i portfolio investicije) i razvijenosti domaćeg finansijskog sektora (veličina bankarskog sektora, tržište državnim hartijama od vrijednosti, tržišna kapitalizacija berze), zavisi i osjetljivost jednog tržišta kapitala na globalne promjene.⁴²⁴ Transmisioni kanali kojima se globalna kriza pretila na srpsko tržište kapitala slični su za bilo koje svjetsko tržište, samo se razlikuju u intenzitetu reakcije na globalne promjene.

Srpsko tržište akcija je, u trenutku kada je hipotekarna kriza iz Sjedinjenih Američkih Država počela da se širi po svijetu, u svojoj tranziciji uspjela da obezbijedi sve institucionalne i regulatorne uslove za svoju narednu fazu razvoja, u smislu skoro potpunog završavanja procesa privatizacije (osim najvećih srpskih kompanija poput Telekoma Srbije, Elektroprivrede Srbije, Železnice Srbije) i donošenja zakonskih osnova koji su omogućili osnivanje investicionih fondova, penzionih fondova, market mejkera, investicionih savjetnika, dok su već nekoliko godina postojale klirinška kuća i kastodi banke. Međutim,

⁴²³ Da Silva, M. F., Pereira, E., Filho, A., de Castro, A., Miranda, J. & Zebende, G. (2016). *Quantifying the contagion effect of the 2008 financial crisis between the G7 countries (by GDP nominal)*. Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, Volume 453, str. 1-8.

⁴²⁴ Rolli, V. (2008). *New policy challenges from financial integration and deepening in emerging areas of Asia and Central and Eastern Europe*, Questioni di Economia e Finanza, Banca D'Italia, Number 33, str. 9.

iako su formalno bili ispunjeni uslovi koje jedno tržište kapitala treba da posjeduje, tržište kapitala u Srbiji nije završilo svoju tranziciju budući da je, prije nego što ga je zadesila berzanska kriza, imalo nedovoljan broj finansijskih institucija poput investicionih i penzionih fondova, koji nisu imali dovoljno vremena da obezbijede adekvatnu visinu kapitala za ozbiljnije učešće na tržištu akcija u Srbiji. Samim tim, svjetska finansijska kriza je zaustavila dalju tranziciju tako što je došlo do smanjenja broja berzanskih posrednika i investicionih fondova u Srbiji, a podrška razvoju tržišta kapitala od strane državnih organa, koja je i do tada bila na veoma niskom nivou, potpuno je obustavljena.

Riječ je o sljedećim kategorijama, koje su imale uticaj na tranziciju srpskog tržišta kapitala:

- strane direktne investicije,
- portfolio investicije kao dio diversifikacije međunarodnog portfolija,
- struktura bankarskog sektora,
- državne hartije od vrijednosti,
- kretanje deviznog kursa.

Direktne investicije iz inostranstva predstavljaju najvažniji dio finansiranja rasta i razvoja zemalja u razvoju, budući da se radi o “laganom” novcu, novcu koji strane korporacije donose u zemlju i spremne su da ga potroše na lokalnu poslovnu infrastrukturu imovinu, plaćanje usluga domaćim kompanijama, isplate plata, plaćanje lokalnih poreza i doprinosa, što dovodi do veće zaposlenosti, rasta bruto društvenog proizvoda i većih poreskih prihoda. Tokom 2007. godine iznos globalnih neto privatnih investicija ukupno je iznosio 616 milijardi dolara i definitivno je predstavljao glavni motor finansiranja rasta zemalja u tranziciji.⁴²⁵ Za sam region Centralne i Istočne Evrope karakteristično je da je izraženija regionalna povezanost nego šira međunarodna povezanost. U prosjeku, u periodu 2003-2008. godine ove zemlje su imale priliv stranih investicija veći od 12% bruto društvenog

⁴²⁵ Balli, F., Balli, H. O., Louis, R. J. & Kiet, Vo T. (2015). *The transmission of market shocks and bilateral linkages: Evidence from emerging economies*, International Review of Financial Analysis, Volume 42, str. 349-357.

proizvoda, što je dvostruko više nego što je iznosio prosjek za sve zemlje u razvoju.⁴²⁶ Najveći problem za Srbiju predstavljala je činjenica da ni u jednoj godini od početka tranzicije direktne strane investicije nisu uspjele da dostignu željen nivo od najmanje 3 milijarde evra u grinfild investicijama, koji bi mogao da garantuje potrebne stope rasta. Bez stranih investicija Srbiji je potrebno 25-30 godina da dostigne nivo razvoja s kraja 90-ih godina prošlog vijeka, a ovaj nivo i dalje je apsolutno nedovoljan za brži razvoj.⁴²⁷

Nizak nivo domaće štednje u Srbiji uslovio je zavisnost finansijskog i realnog sektora Srbije od stranih investicija, bilo direktnih ili portfolio. Kao direktna strana investicija u Srbiji smatraju se “ulaganja u neko preduzeće kojima rezident druge zemlje obezbjeđuje dugoročno povezivanje, interes i vlasničku kontrolu nad tim preduzećem, odnosno ulaganje u kojem investitor stiče 10% ili više preduzeća predmeta investiranja“.⁴²⁸

Najveći dio ovih investicija u našoj zemlji se odnosio na kupovinu preduzeća iz procesa privatizacije i one su uticale na tržišta kapitala dvojako:

- pozitivan aspekt bio je kada se firma, koja je predmet privatizacije putem tendera ili aukcije, listirala na berzi radi otkupa manjinskih akcionara. Na taj način se povećavao obim trgovine, tržišna kapitalizacija i broj listiranih kompanija;
- negativan aspekt je što je većina firmi koje su se prodavale putem procesa privatizacije tako sticala većinske vlasnike koji nisu imali motiv da se njihovim akcijama trguje na berzi. Na taj način je samo vještački podizan promet i tržišna kapitalizacija Beogradske berze, bez dugoročnog uticaja na tržište kapitala u Srbiji. Novac koji su mali akcionari dobijali po osnovu prodaje akcija većinskom vlasniku nije se vratio na berzu već je otišao u kupovinu nekretnina ili ličnu potrošnju.

⁴²⁶ Visco, I. (2013). *The impact of the crisis on financial integration in Central and Eastern Europe*, Speech by Mr. Ignazio Visco, Governor of the Bank of Italy, at the conference “Twenty years of transition – experiences and challenges”, hosted by National Bank of Slovakia, Bratislava, 3 May 2013.

⁴²⁷ Investicije (2007). *SIEPA – Agencija za strana ulaganja i promociju izvoza Republike Srbije*, Broj 2, str. 2, www.siepa.gov.rs.

⁴²⁸ Narodna banka Srbije (3. april 2016). *Pojam, definicija i osnovni elementi međunarodne investicione pozicije*, www.nbs.rs.

Određeni dio stranih direktnih investicija išao je u privatne kompanije, koje nisu bile listirane na Beogradskoj berzi i koje su tim direktnim pregovaranjima dobijale potreban kapital ili novog vlasnika. Na taj način propuštena je mogućnost da se urade inicijalne javne ponude, čime bi domaće kompanije na tržištu kapitala mogle da pribave sredstva pod povoljnijim uslovima, ne računajući ostale pozitivne efekte. Najvažniji razlog za takvo ponašanje je nedovoljno znanje o toj oblasti od strane privatnih vlasnika i lokalnih finansijskih konsultanata, a ni stranim investitorima to nije bio prioritet u uslovima kada se tržište osvajalo u kratkom roku.

Portoflio investicije prema Narodnoj banci Srbije predstavljaju “ulaganja u vlasničke ili dužničke hartije od vrijednosti koje nisu obuhvaćene stranim direktnim investicijama i rezervnom aktivom”.⁴²⁹ Ove investicije bile su u ukupnom iznosu značajno manje u odnosu na direktne strane investicije, ali su sa aspekta tržišta kapitala bile ključne za njegov razvoj. Ove investicije u Srbiju su u najvećoj mjeri donosili inostrani investicioni fondovi, a u manjem procentu bila su prisutna fizička lica (uglavnom sa prostora bivše Jugoslavije). Investicioni fondovi imaju unaprijed definisanu sumu novca kojom raspolažu, kao i definisanu investicionu strategiju (izloženost prema određenim sektorima ili kompanijama, rokove u kojima investiraju, geografsku izloženost, itd.) i u tim okvirima moraju da posluju (uz privremena kratkoročna odstupanja).

Ključni motivi portfolio investitora za dolazak na srpsko tržište kapitala bili su:

- diversifikacija portfolija,
- ostvarivanje veće profitne stope,
- smanjenje rizika.

Da bi strani portfolio investitor došao na neko novo tržište mora da ima dobro poznavanje činjenica o lokalnom tržištu (dubina, učesnici, volatilitnost, likvidnost, regulativa, tretman

⁴²⁹ Narodna banka Srbije (3. april 2016). *Pojam, definicija i osnovni elementi međunarodne investicione pozicije*, www.nbs.rs.

stranih investitora, poreski tretman), kao i o povezanosti lokalnog sa drugim tržištima kapitala. Oni su bili spremni da preuzmu do 10% kapitala u domaćim firmama, već prema svojim unaprijed definisanim pravilima investiranja. Ideja diversifikacije rizika vodila je ove investitore da se fokusiraju na investicije u određene sektore u regionu, koji su u drugim zemljama pokazali visoke stope rasta, tako što bi npr. kupovali akcije banaka ili farmaceutskih kompanija u različitim zemljama kako bi maksimizirali stope prinosa.

Portfolio investitori donijeli su značajan rast likvidnosti na Beogradsku berzu, ali su značajno dopinijeli i u transferu znanja i iskustava vezanih za funkcionisanje tržišta kapitala, kao i za principe samog investiranja. Iskustvo s kojim su domaći investitori i brokeri dočekali početak berzanske trgovine akcijama bilo je veoma skromno i uglavnom se zasnivalo na trgovini kratkoročnim hartijama od vrijednosti u periodu 1993-2001. godine. Značajan doprinos ovih investitora bio je i u transferu iskustava vezanih za korporativno upravljanje i obavezama koje listirane kompanije imaju prema malim akcionarima. Naime, prvi kontakti domaćih kompanija sa stranim portfolio investitorima bili su zbunjujući za obje strane, pošto su zahtjevi za uobičajenim poslovnim informacijama koje su ovi investitori tražili dočekivani sa odbijanjem i visokim nivoom nekooperativnosti od strane menadžmenta domaćih kompanija (čak i onih najlikvidnijih), iako se radilo o investitorima koji su već postali akcionari. Zato su strani portfolio investitori ostali brojčano malobrojni, pošto su u Srbiju došli samo oni investitori koji su bili spremni da ponovo prođu početna negativna iskustva sa berzi iz Centralne i Istočne Evrope. Pri tome, i oni su posmatrali ovaj region kao jedno tržište i zbog niske likvidnosti na pojedinačnim tržištima kapitala pravili su portfolio od više akcija sa različitih tržišta, koje su bile lideri na svojim berzama.

Izuzetan značaj u svim zemljama Centralne i Istočne Evrope, pa tako i u Srbiji, imale su strane direktne investicije u bankarskom sektoru, koje su predstavljale prvi korak u finansijskom povezivanju ovih zemalja u tranziciji sa Zapadnom Evropom. Bankarski sektor u Srbiji prošao je kroz tri faze:

- transformacija bankarskog sektora sa planskog upravljanja i jakog političkog uticaja na tržišno poslovanje, što je rezultiralo propadanjem velikog broja banaka zbog loših plasmana državnim preduzećima,
- privatizacija i ulazak stranih banaka, uz rast bankarske aktive i kreditne aktivnosti,
- transmisija svjetske finansijske krize putem filijala stranih banaka u Srbiji.

U zemljama Centralne i Istočne Evrope prosječno učešće državnih banaka u ukupnoj bankarskoj aktivni palo je sa 27,1% u 2000. godini na 5,9% u 2005. godini, dok je prosjek za Srbiju, Hrvatsku, Bugarsku i Sloveniju (zemlje Jugoistočne Evrope) iznosio 45,6% u 2000. godini i 8,0% u 2005. godini. Sa druge strane, učešće stranih banaka bilježi snažan rast i krajem 2005. godine one kontrolišu u prosjeku 84,5% ukupne aktive u bankarskom sektoru Centralne Evrope i 61,9% u zemljama Jugoistočne Evrope. Učešće stranih banaka u bankarskom sistemu zemalja Centralne i istočne Evrope i Jugoistočne Evrope predstavlja najviši registrovani procenat u svijetu.⁴³⁰ Visoko učešće stranih banaka dovelo je do intenzivne povezanosti ovih zemalja sa međunarodnim finansijskim tržištima i bankarski sektor u ovim zemljama dostigao je stabilnu poziciju.

Strane banke u Srbiji registrovane su kao domaće banke sa stranim vlasništvom i posluju potpuno u skladu sa srpskim zakonskim propisima. Međutim, pored velike prednosti koje su imale zbog toga što su ih osnovale velike evropske banke (u tehnološkom i organizacionom smislu u odnosu na domaće banke), ove banke su imale i pristup jeftinim izvorima sredstava iz njihovih centrala. Ulazak stranih banaka doveo je do konsolidacije srpskog bankarskog sektora, povećanja bankarske aktive koja je značila znatno veći kreditni potencijal u svim oblastima, povećane konkurencije u bankarskom sektoru, uvođenja novih bankarskih proizvoda, podizanja nivoa bankarskih usluga, predstavljanja novih tehnoloških rješenja.⁴³¹ Takođe, veliki broj stranih banaka značio je znatno veće

⁴³⁰ Bonin J., Hasan, I. & Wachtel, P. (2014). *Banking in Transition Countries*, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, BOFIT Discussion Papers, 8/2014, str. 14.

⁴³¹ Visco, I. (2013). *The impact of the crisis on financial integration in Central and Eastern Europe*, Speech by Mr. Ignazio Visco, Governor of the Bank of Italy, at the conference "Twenty years of transition – experiences and challenges", hosted by National Bank of Slovakia, Bratislava, 3 May 2013.

povezivanje srpskog finansijskog sektora s međunarodnim kretanjima, pri čemu je ta integracija trebalo da bude praćena strukturnim reformama i jačanjem institucionalnih i regulatornih okvira, kako bi u kratkom roku bila u što ravnopravnijim okvirima. Uloga stranih banaka svela se u početnim godinama tranzicije na uzimanje što većeg tržišnog učešća putem lako dostupnih i skupih bankarskih kredita (u početku), koje su njima obezbjeđivale centrale iz Zapadne Evrope. U 2010. godini šest velikih evropskih banaka – Unikredit (engl. *Unicredit*), Erste, Rajfajzen banka (Austrija), Societe ženeral (Francuska), KBC banka (Belgija) i Banka Intesa (Italija) – kontrolisale su više od dvije trećine ukupne strane bankarske aktive u Centralnoj i Jugoistočnoj Evropi.⁴³² Međutim, u uslovima globalne finansijske krize, koja je prvo pogodila matične banke u zemljama Zapadne Evrope, filijale stranih banaka u ovim regionima smanjile su svoju kreditnu aktivnost u većem procentu nego domaće banke, koje su svoje kreditne aktivnosti zasnovale na domaćim izvorima.⁴³³

Srbija tu nije bila izuzetak, budući da je kanal kojim su dolazili jeftini krediti i likvidnost bankarskog sektora sada bio put za širenje “zaraze“ evropskog bankarskog sistema. Značajan dio kreditnog buma u Srbiji došao je iz jeftinih izvora stranih banaka i sada su ti krediti, koji bi u normalnim okolnostima bili prolongirani, došli na naplatu pošto su centrale tražile likvidna sredstva. Takođe, pored srpskih preduzeća, u velikoj mjeri bili su ugroženi i građani, koji su takođe imali kredite sa dodatnom klauzulom prebacivanja kreditnog rizika na dužnike, što se na kraju opet vratilo bankama kao problematični krediti koji su ugrozili njihovo poslovanje. Ipak, mjere Narodne banke Srbije i Ministarstva finansija, kao i odredbe Bečke inicijative, spriječile su da se desi kolaps bankarskog sistema.

Državne hartije od vrijednosti emitovane su prvi put u aprilu 2003. godine s kamatnom stopom od 14,01% i na rok od tri mjeseca, da bi maksimalnu kamatnu stopu dostigle u

⁴³² Bonin, J., Hasan, I. & Wachtel, P. (2014). *Banking in Transition Countries*, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, BOFIT Discussion Papers, 8/2014, str. 21.

⁴³³ Ongena, S., Peydro, J-L & Van Horen, N. (2012). *Shock Abroad, Pain at Home? Bank-Firm Level Evidence on Financial Contagion during the Recent Financial Crisis*, str. 3, www.ecb.europa.eu.

avgustu 2004. godine u visini od 22,5%, sa istim rokom.⁴³⁴ One su postale veoma interesantne investicionim fondova koji ulažu u državne hartije od vrijednosti zbog sve stabilnijih ekonomskih prilika u zemlji, započetih reformi, visokih stopa prinosa i stabilnog deviznog kursa. U periodu od januara 2004. do januara 2006. godine prosječan prinos iznosio je 19,26%, dok je dinar za to vrijeme izgubio svega 1,17%, a godinu dana kasnije, u januaru 2007. godine, prosječan prinos iznosio je 17,2%, dok je dinar oslabio 3.22%. U istom tom periodu prinos na seriju obveznica stare devizne štednje koje su dospijevale 2010. godine, kojima je trgovina počela u martu 2004. godine, obezbijedio bi prinos od 36,92% u evrima. Ovakvi parametri privukli su i špekulativne investitore, prije svega u državne hartije denominovane u dinarima, zbog većeg obima emisije obveznica.

Međutim, od januara 2007. godine Ministarstvo finansija smanjuje kamatnu stopu na državne hartije, da bi ona u maju 2008. godine pala na 4,20%. Očigledno se radilo o pogrešnoj procjeni i neprepoznavanju rizika od nadolazeće krize jer su niske kamatne stope samo odbile strane investitore i povećale odlive kapitala iz Srbije, tako da su ove kamatne stope počele brzo ponovo da rastu i u martu 2009. godine dostigle vrijednost od 16,61% na godišnjem nivou.⁴³⁵

Stabilan devizni kurs u dužem periodu dovodi do potcjenjivanja rizika od promjene deviznog kursa. Zastoj i preokret u tokovima stranih investicija može da izazove značajan udar na visinu kursa u uslovima kada je izvoz na niskom nivou. Zemlje iz Centralne i Istočne Evrope koje su imale kontrolisani devizni kurs imale su veći rast kreditne aktivnosti, veću stopu inflacije i rast deficita od zemalja koje su imale potpuno slobodno formiranje deviznog kursa.⁴³⁶ Takođe, fluktuacije kursa imaju značajan uticaj na trgovinu državnim hartijama od vrijednosti nominovanim u dinarima jer u uslovima stabilnog kursa one privlače strane investitore, ali u uslovima gubitka vrijednosti dinara, a pošto je riječ o

⁴³⁴ Narodna banka Srbije (5. april 2016). www.nbs.rs.

⁴³⁵ Narodna banka Srbije (5. april 2016). www.nbs.rs.

⁴³⁶ Visco, I. (2013). *The impact of the crisis on financial integration in Central and Eastern Europe*, Speech by Mr. Ignazio Visco, Governor of the Bank of Italy, at the conference "Twenty years of transition – experiences and challenges", hosted by National Bank of Slovakia, Bratislava, 3 May 2013.

kratkoročnim obveznicama, država dolazi u situaciju da mora ili da podiže kamatne stope da bi zadržala te investitore, ili da servisira svoje obaveze, što je u uslovima krize bilo skoro neizvodljivo.

4.4. *Reakcija srpskog tržišta kapitala na svjetsku finansijsku krizu*

Iako se na Beogradskoj berzi i u devedesetim godinama prošlog vijeka trgovalo akcijama, nije bilo značajnijeg prometa i radilo se uglavnom o dogovorenim transakcijama. Najveći dio prometa hartijama od vrijednosti činile su transakcije kratkoročnim dužničkim zapisima i obveznicama, koje su emitovala preduzeća i banke. (Tabela 4.13). Kao investitori bile su prisutne samo domaće kompanije i banke, dok stranih investitora i domaćih fizičkih lica nije bilo na finansijskom tržištu u Srbiji. U Srbiji je poslovala samo jedna strana banka (Sosijete ženeral) i stranih investicija je bilo malo, čemu je doprinela tadašnja politička situacija u zemlji i stanje embarga i sankcija protiv Srbije u prethodnim godinama.

S političkim promjenama 2000. godine srpsko tržište kapitala počinje svoju transformaciju. Raznovrsnost investicionih mogućnosti na srpskom tržištu kapitala dostigla je svoj vrhunac 2001. godine, kada se u okviru berzanskog i vanberzanskog tržišta trgovalo sa devet različitih hartija od vrijednosti (akcije, komercijalni zapisi preduzeća, blagajnički zapisi banaka, blagajnički zapisi Narodne banke Jugoslavije, žiralni novac, obveznice Savezne Republike Jugoslavije, sertifikati o depozitu, obveznice preduzeća). Pred investitorima je bila široka investiciona paleta dužničkih hartija od vrijednosti sa različitim stepenom rizika, ročnosti i prinosa, od onih sa izuzetno kratkim rokom i visokim kamatnim stopama (komercijalni zapisi, koje su emitovale kompanije, imali su rok dospjeća od sedam do mjesec dana, sa revolving opcijom), do dugoročnih obveznica SRJ koje je garantovala država.

Nova era srpskog tržišta kapitala počela je trgovinama akcijama na Beogradskoj berzi na osnovu novog Zakona o privatizaciji iz 2001. godine. Upravo razvoj srpskog berzanskog tržišta akcija, kao i njegova tranzicija od samih početaka, preko perioda krize, do današnjeg

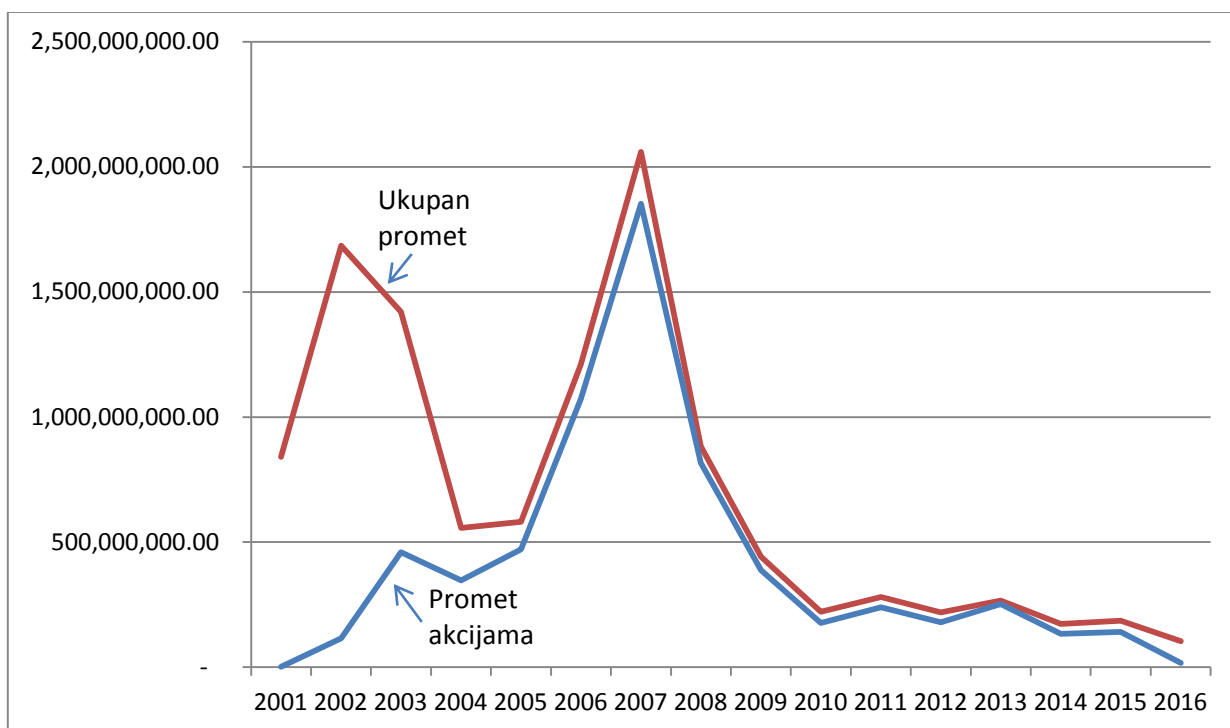
perioda, biće predmet ovog poglavlja iako je srpsko tržište kapitala činilo i tržište dugoročnih obveznica, posebno obveznica stare devizne štednje, kao i vanberzanski promet akcijama putem ponuda za preuzimanje akcija. Vanberzanski promet akcijama i obveznicama po obimu je bio mnogo veći od berzanskog prometa akcijama, ali će fokus biti stavljen na regulisano tržište akcija, odnosno promet akcijama na Beogradskoj berzi.

Iz mjeseca u mjesec sve veći broj kompanija dolazi na listing, što dovodi do rasta prometa i tržišne kapitalizacije, kao i rasta interesovanja za investiranje na berzi. Tržište kapitala počinje da dobija svoju formu i, pored vlasničkih hartija, uključivanjem obveznica stare devizne štednje, dobija i državne dugoročne dužničke hartije nominovane u evrima. Nažalost, ostale hartije od vrijednosti polako nestaju sa berzanskog tržišta, tako da su 2005. godine na Beogradskoj berzi ostale samo akcije banaka i preduzeća iz procesa privatizacije i obveznice stare devizne štednje, kao jedine dužničke hartije od vrijednosti. U 2005. godini ukupan berzanski promet iznosio je 581 miliona evra, dok je promet na vanberzanskom tržištu u Srbiji svim hartijama iznosio 6,815 milijardi evra (berzanski promet je činio 7,9%, a vanberzanski promet 92,1% ukupnog prometa hartijama od vrijednosti u zemlji). U strukturi vanberzanskog prometa najveći dio bila je trgovina dužničkim hartijama od vrijednosti preduzeća (obveznice preduzeća, blagajnički zapisi) sa 41,5%, zatim obveznicama Republike Srbije sa 36,6%, akcijama putem ponuda za preuzimanje kompanija sa 9,8% i obveznicama stare devizne štednje sa 6,2%.⁴³⁷

Eliminisanjem dužničkih hartija od vrijednosti preduzeća i banaka, kojima se moglo trgovati i van berze, Narodna banka Jugoslavije uništila je tzv. “bankarstvo u sjenci“, koje je imalo veoma značajnu korektivnu ulogu aktivnih i pasivnih kamatnih stopa banaka i predstavljalo veliku konkurenciju kreditnim aktivnostima banaka. Ovi zapisi su omogućavali direktno kreditiranje između kompanija, bez posredovanja banaka (među emitentima ovih zapisa bili su i Mobtel Beograd, Knjaz Miloš Arandjelovac, Tehnogas Beograd, Hissar Prokuplje, Banat Vršac, Agroživ Pančevo, itd.). Koliko je ovaj segment

⁴³⁷ Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2006). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na tržištu hartija od vrednosti u 2005. godini*, str. 66, <http://www.sec.gov.rs>.

finansijskog tržišta bio značajan govori i podatak da je 2000. godine berzanski promet komercijalnim zapisima preduzeća dostigao iznos od 1.008 milijardi njemačkih maraka (oko 515 miliona evra).⁴³⁸ Berzanski promet se u Srbiji sveo na trgovinu akcijama iz privatizacije i sa isplatom posljednje tranše obveznica stare devizne štednje u 2016. godini, one će predstavljati jedini berzanski finansijski instrument u Srbiji (Grafikon 4.7).



Grafikon 4.7. Ukupan promet i promet akcijama u evrima na Beogradskoj berzi (2001 – april 2016. godine)

Izvor: *Beogradska berza* (9. april 2016). www.belex.rs

Zahvaljujući sve većem broju listiranih kompanija i rastu berzanskih cijena listiranih kompanija, kao i uvođenju ključnih regulatornih i tehnoloških rješenja (formiranje Centralnog registra hartija od vrijednosti, uvođenje kontinuirane i daljinske berzanske trgovine), iz godine u godinu je rastao promet akcijama, kao i učešće trgovine akcijama u ukupnom prometu na Beogradskoj berzi.

⁴³⁸ *Beogradska berza* (5. april 2016). www.belex.rs.

Iako je trgovina akcijama počela listiranjem privatizovanih preduzeća, veoma brzo su akcije banaka postale dominantan segment na Beogradskoj berzi po učešću u ukupnom prometu. Do donošenja novog Zakona o hartijama od vrijednosti iz 2002. godine banke su funkcionisale kao zatvorena akcionarska društva i slobodno su prenosile akcije putem Ugovora o prodaji, koji se registrovao u Trgovinskom sudu. Međutim, ovaj zakon je definisao da se sva akcionarska društva moraju tretirati kao javna i otvorena i da se sav promet akcijama svih javnih akcionarskih preduzeća mora obavljati javno i na organizovanom tržištu.⁴³⁹ Tako su sve domaće banke bile u obavezi da se listiraju na Beogradskoj berzi, čime je Beogradska berza dobila mali broj novih emitenata i akcija (u poređenju sa privatizovanim kompanijama), ali zato veliki skok u tržišnoj kapitalizaciji, kao i značajan rast dubine, likvidnosti i atraktivnosti. U ukupnom prometu akcija u 2006. godini akcije banaka su imale učešće od 54%, dok su velike količine sredstava investirane u nove emisije akcija banaka koje su radile dokapitalizacije, pošto su prednost kod upisa akcija imali postojeći akcionari (upravo su očekivanja dokapitalizacija bila jedan od ključnih razloga za atraktivnost akcija banaka, koje su nove emisije radile uglavnom po knjigovodstvenim cijenama, koje su bile nekoliko puta niže od cijena na berzi).

Međutim, od 2007. godine promet na Beogradskoj berzi počeo je da pada i to se bez zaustavljanja nastavilo do 2010. godine (Tabela 4.14). Pad prometa došao je kao posljedica smanjene tražnje za akcijama i drastičnog smanjenja cijena akcija u 2007. godini.

⁴³⁹ Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2004). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti u 2003. godini*, <http://www.sec.gov.rs>.

Tabela 4.14. Ukupan promet na Beogradskoj berzi i promet akcijama (2001-2016. godina)

Godina	Ukupan promet (evro)	Promjena u odnosu na prethodnu godinu	Ukupan broj transakcija	Promet akcijama (evro)	Promjena u odnosu na prethodnu godinu	Učešće trgovine akcijama u ukupnom prometu, %
2001.	840.860.293,00	-	46.073	1.611.628,00	-	0,2
2002.	1.685.411.342,00	100,44%	83.952	115.302.382,00	7.054,40%	6,8
2003.	1.420.303.206,00	-15,73%	127.786	459.981.093,00	198,93%	32,4
2004.	556.635.879,00	-60,80%	138.842	347.406.489,00	-24,47%	62,4
2005.	581.464.086,00	4,46%	173.545	470.805.643,00	35,52%	80,9
2006.	1.210.439.480,00	108,17%	141.499	1.051.756.732,00	133,95%	86,9
2007.	2.059.769.522,00	70,17%	301.210	1.852.631.344,00	76,14%	89,9
2008.	882.454.957,00	-57,16%	119.001	816.913.329,00	-55,90%	92,6
2009.	441.976.426,00	-49,91%	77.215	387.855.121,00	-52,52%	87,7
2010.	222.475.934,00	-49,66%	725.550	177.015.081,00	-54,35%	79,5
2011.	280.180.758,00	25,94%	2.887.538	239.284.824,00	35,18%	85,4
2012.	219.765.572,00	-21,56%	483.013	179.858.790,00	-24,83%	81,8
2013.	267.006.644,00	21,49%	344.109	252.165.829,00	40,20%	94,4
2014.	173.518.701,00	-35,01%	238.023	133.195.089,00	-47,18%	76,8
2015.	185.770.866,00	7,06%	146.232	141.732.806,00	6,41%	76,3
2016.*	127.307.729,00		25.430	20.444.667,00		15,9

* Do maja 2016. godine

Izvor: *Beogradska berza* (10. jun 2016). www.belex.rs.

Za godinu dana od 2007. do 2008. godine ukupan berzanski promet pao je za 57,1%, a promet akcijama za 55,9%. Silazni trend prometa nastavio se i u 2009. godini, kada je ukupan promet pao za novih 49,9%, a promet akcijama za 52,5%, kao posljedica drastično smanjene tražnje i kontinuirano rastuće ponude hartija, te gubitka povjerenja od strane svih učesnika na tržištu.⁴⁴⁰ U 2010. godini ukupni berzanski promet još jednom se prepолоvio i pao za 49,6%, dok je promet akcijama izgubio 54,3%. Promet akcijama je 2010. godine

⁴⁴⁰ Blok transakcija akcijama Apatinske pivare od 96,2 miliona EVRA je imao značajan uticaj na promet. Ako izuzmemo transakciju sa akcijama Apatinske pivare u 2009. godini, onda pad prometa u 2010. godini iznosi 8,5%.

iznosio svega 9,6% od rekordnog prometa u 2007. godini ili 23,0% od prosječnog prometa akcijama na Beogradskoj berzi u periodu 2004-2009. godina, dok je ukupni promet na berzi 2010. godine iznosio 10,8% od vrijednosti prometa iz 2007. godine, odnosno 21,8% ako se posmatra prosjek za period 2004-2009. godine.⁴⁴¹ Berzanski promet obveznicama stare devizne štednje takođe se smanjivao, od 159 miliona evra 2006. godine i 207 miliona evra 2007. godine, na 65 miliona evra 2008, 54 miliona evra 2009. godine i 45 miliona evra 2010. godine. Ovaj pad prometa došao je prije svega zbog dospjeća serija obveznica, koje su svake godine smanjivale slobodan broj obveznica u prometu. Ukupan berzanski promet akcijama u odnosu na ukupni promet akcijama na tržištu kapitala u Srbiji (zbirno berzanski i vanberzanski promet) kretao se u periodu 2005-2015. godine u rasponu od 40%, koliko je zabilježen u 2015. godini, do 91% u 2007. godini, dok je ukupan berzanski promet obveznicama stare devizne štednje u istom vremenskom intervalu imao učešće u rasponu od 9% u 2011. godini, do 56% u 2015. godini (Prilog 3).

Akcije banaka zadržale su se visoko i u 2007. godini sa 37% učešća u ukupnom berzanskom prometu, dok su akcije preduzeća zabilježile veliki rast u 2007. godini i obezbijedile 53% ukupnog prometa.⁴⁴² Naredne 2008. godine, kada je pad prometa akcijama iznosio 55,2% u odnosu na prošlu godinu, u strukturi ukupnog prometa na berzi akcije preduzeća zadržale su 56,3%, a akcije banaka 43,7%.⁴⁴³ Inače, akcije finansijskog sektora pokazale su se i na razvijenim tržištima Evropske unije i Sjedinjenih Američkih Država najsenzitivnije na berzanske potrese, više od akcija iz sektora industrije robe i usluga i telekomunikacija.⁴⁴⁴

Tržišna kapitalizacija akcija koje se nalaze na Beogradskoj berzi obuhvata tržišnu kapitalizaciju svih emitenata čijim je akcijama obavljena makar jedna berzanska trgovina u tokom godine. U slučaju Srbije, izuzetno visoke stope rasta tržišne kapitalizacije u periodu

⁴⁴¹ Beogradska berza (8. april 2016). www.belex.rs.

⁴⁴² Beogradska berza (2008). *Godišnji izveštaj za 2007. godinu*, str. 12, www.belex.rs.

⁴⁴³ Beogradska berza (2009). *Godišnji izveštaj za 2008. godinu*, str. 14, www.belex.rs.

⁴⁴⁴ F., Balli, H.O., Louis, R. J. & Kiet, Vo T. (2015). *The transmission of market shocks and bilateral linkages: Evidence from emerging economies*, International Review of Financial Analysis, Volume 42, str. 349-357.

2004-2006. godine došle su kao posljedica rasta broja listiranih kompanija, kao i visokog rasta berzanskih cijena. Takođe, prvi put u 2006. godini mali akcionari su iskoristili zakonsko pravo i listirali akcije ukupno 19 emitenata na Beogradskoj berzi – bez berzanskog prospekta. Ova nevjerojatna činjenica rezultat je slabosti regulatornih organa, prije svih Komisije za hartije od vrijednosti, koji ni svim raspoloživim zakonskim mjerama nisu mogli da primoraju menadžment kompanija da izvrše svoju zakonsku obavezu i predaju berzanski prospekt firme kojom rukovode, kako bi mogla da počne trgovina akcijama. Umjesto da rade svoj posao, ove institucije su uvele opciju u kojoj mali akcionari mogu da podnesu odjeljenju za listing Beogradske berze zahtjev za listiranjem i početkom berzanske trgovine.⁴⁴⁵

Budući da na visinu tržišne kapitalizacije berze, pored ostalih faktora, direktno utiče i broj listiranih kompanija, zakonska odredba kojom je 2002. godine definisano da se akcijama svih akcionarskih društava može trgovati isključivo preko berze (Tabela 4.15). Ipak, najveći doprinos rastu broja emitenata dao je proces privatizacije, koji je bivša društvena preduzeća preveo u formu akcionarskih društava i koji je doveo do mnogostrukog rasta broja emitenata na našoj berzi (za pet puta u roku 2004-2008. godine, dostigavši broj od više od 2.000 listiranih kompanija⁴⁴⁶), stvarajući od njih javne kompanije sa stotinama i hiljadama malih akcionara. Na taj način stvorena je nerealna slika o veličini Beogradske berze, koja se, posmatrano kroz taj parametar, pozicionirala u rangu Ljubljanske berze, a između Bukurešta i Zagreba, kao većih berzi, i Sofije, kao najmanje od okolnih berzi.⁴⁴⁷ Berza u Bukureštu imala je 2007. godine tržišnu kapitalizaciju od 24,6 milijardi evra sa svega 59 listirane kompanije.⁴⁴⁸

⁴⁴⁵ Beogradska berza (2007). *Godišnji izveštaj za 2006. godinu*, str. 24, www.belex.rs.

⁴⁴⁶ Njujorška berza akcija je na dan 10. maja 2016. godine imala 3.215 listiranih kompanija, a Varšavska berza akcija na isti dan ukupno 485 kompanija.

⁴⁴⁷ Beogradska berza (2009). *Godišnji izveštaj za 2008. godinu*, str. 4, www.belex.rs.

⁴⁴⁸ *Bucharest Stock Exchange* (12. april 2016). www.bvb.ro.

Tabela 4.15. Tržišna kapitalizacija i broj listiranih kompanija na Beogradskoj berzi (2004-2016. godine)

Godina	Tržišna kapitalizacija akcija (milijarde evra)	Promjena tržišne kapitalizacije	Ukupan broj listiranih kompanija/ukupan broj listiranih klasa akcija
2004.	2,417	-	403/420
2005.	4,572	89,16%	843/887
2006.	8,336	82,32%	1.155/1.222
2007.	16,305	95,59%	1.886/1.944
2008.	8,633	-47,05%	2.009/2.065
2009.	8,019	-7,14%	1.754/1.780
2010.	7,283	-9,17%	1.570/1.596
2011.	6,464	-11,24%	1.321/1.328
2012.	5,646	-12,65%	1.087/1.111
2013.	5,791	2,57%	990/1.014
2014.	5,907	2,00%	924/947
2015.	5,270	-10,78%	822/845
2016.	5,228*	-0,80%	n.a.

* U maju 2016. godine

Izvor: *Beogradska berza* (10. jun 2016). www.belex.rs.

Poslije rasta tržišne kapitalizacije od skoro 800% za četiri tranzicione godine, uslijedio je značajan pad u narednim godinama. U 2008. godini tržišna kapitalizacija smanjena je za 47% u odnosu na 2007, da bi 2009. pad iznosio 7,1%, a 2010. godine 9,2% u odnosu na prethodne godine. Pad vrijednosti kapitalizacije Beogradske berze u 2008. godini bio je posljedica velikog pada cijena akcija, dok je manji pad u naredne dvije godine bio posljedica stagnacije u cijenama akcija i velikom broju kompanija s malim prometom, koje su tako podigle vrijednost srpskog tržišta kapitala.

Povećanje broja listiranih kompanija se poslije skoro nedjeljnog rasta zaustavilo 2009. godine, kada je prvi put zabilježen veći broj isključenja sa berze od uključenja novih kompanija na listing i smanjenje ukupnog broja listiranih kompanija. Osnovni razlozi za

delistiranje firmi (sa 62% učešća), bili su promjena pravne forme i oblika organizovanja privrednih društava (iz akcionarskog društva u društvo sa ograničenom odgovornošću ili zatvoreno akcionarsko društvo). U 2010. godini broj delistiranih kompanija bio je za četiri puta veći od broja novolistiranih, a kao osnovni razlozi odlaska sa berze izdvojili su se stečaj (kod 110 izdavalaca) i promjena pravne forme (kod 105 izdavalaca) – zajedno 89%.⁴⁴⁹ Promjena trenda priliva kompanija na berzi mogao se i očekivati, budući da kompanije nisu svojevrijem odabrale listiranje već im je to bilo nametnuto zakonskom odredbom, pa su iskoristile mogućnost delistiranja čim im se ukazala prilika za to, najčešće pošto bi stekle većinskog vlasnika putem ponuda za preuzimanje akcija. Drugi značajan faktor – stečajevi kompanija – takođe je bio očekivan pošto nisu postojali nikakvi finansijski uslovi i kriterijumi za prijem na berzansko tržište, tako da je određeni broj kompanija već u trenutku listiranja bio pred stečajem. Najznačajniji događaj u 2010. godini bio je početak trgovine akcijama Naftne industrije Srbije 30. avgusta, koja je značajno doprinela rastu tržišne kapitalizacije (krajem 2010. godine Naftna industrija Srbije imala je tržišnu kapitalizaciju od 734 miliona evra, što je predstavljalo više od 10% tržišne kapitalizacije Beogradske berze), rastu broja transakcija i ponovnom oživljavanju interesovanja javnosti za berzu, koje u narednim godinama ipak nije dalo očekivani rezultat u rastu broja investitora.

Berzanski indeksi najprepoznatljiviji su pokazatelji aktivnosti na jednoj berzi. Tek s prometom akcija pojavila se mogućnost da se formiraju berzanski indeksi Beogradske berze. BELEXfm predstavlja prvi uveden indeks tržišta akcija Beogradske berze i on je imao ulogu da obuhvati što veću tržišnu aktivnost i kretanje cijena na našoj berzi. Jedini kriterijum da bi se kompanija uključila u ovaj indeks bio je da je akcijama tog emitenta obavljena najmanje jedna transakcija u toku godine. Da bi se ograničio uticaj velikih i likvidnih kompanija na kretanje indeksa, maksimalno učešće jednog emitenta u indeksnoj korpi limitirano je na 10%.⁴⁵⁰ Ograničenja ovog indeksa nalazila su se u samoj njegovoj strukturi, čestoj promjeni indeksne korpe, što otežava uporedivost, kao i niskom nivou

⁴⁴⁹ Beogradska berza (2011). *Godišnji izveštaj za 2010. godinu*, str. 21, www.belex.rs.

⁴⁵⁰ Beogradska berza (2005). *Godišnji izveštaj za 2004. godinu*, str. 24, www.belex.rs.

likvidnosti, tako da je 2007. godine umjesto njega uveden novi indeks BELEXline, koji je pratio 80% tržišne kapitalizacije Beogradske berze. Ovaj indeks zabilježio je odmah po uvođenju veliki rast na talasu novih investitora na Beogradskoj berzi i dostigao vrijednost od 5.007,34 poena, uz godišnji rast indeksa od 88% na dan 3. maja 2007. godine. Međutim, od tog dana pozitivan trend kretanja berzanskih cijena počeo je da se mijenja i uslijedila su dva negativna kvartala, tako da je u trećem kvartalu izgubio 11,5% vrijednosti, a u četvrtom 13,5% (godinu je ipak završio sa rastom od 44%).⁴⁵¹ U 2008. godini nastavio se trend drastičnog gubitka vrijednosti ovog indeksa, koji je tu godinu završio sa gubitkom od 68,7%.⁴⁵² U 2009. godini se nastavio trend oštrog pada ovog indeksa, koji je dana 1. aprila 2009. godine dostigao svoj istorijski minimum od 841,99 poena, što je predstavljalo pad od 83,2% od maksimalne vrijednosti 23 mjeseca ranije. Poslije ovog minimuma berzanske cijene su počele da se oporavljaju i povjerenje je počelo da se vraća među investitore, tako da je BELEXline završio godinu sa jednocifrenim rastom od 9,5%.⁴⁵³ Sljedeća godina počela je sa stabilnim rastom u prva dva mjeseca, ali je onda do kraja godine bila prisutna prilična volatilnost berzanskih indeksa, tako da je BELEXline 2010. godinu završio s malim minusom od -2,2%.⁴⁵⁴ Već 2011. godine ovaj indeks gubi 23,8%, sada pod uticajem krize državnog duga koja se desila u Evropi, a najviše u Grčkoj, što je dodatno uticalo na suzdržanost investitora od investiranja na Beogradskoj berzi. Izuzev 2014. godine, koja je donijela rast vrijednosti ovog indeksa za 23%, BELEXline indeks se kreće u zoni -3% – 10% godišnje promjene, bez indikacije da bi mogao da napravi neki veći iskorak.

BELEX15 je napredniji indikator koji je uveden u oktobru 2005. godine s namjerom da preciznije prati kretanja na Beogradskoj berzi. U sastav indeksne korpe ulazi 15 odabranih kompanija kojima se kontinuirano trguje, koje imaju “visok stepen redovnosti u trgovanju, odnosno imaju najmanje 80% dana sa zaključenom berzanskom transakcijom u prethodnih šest mjeseci. Indeks je ponderisan tržišnom kapitalizacijom akcija u slobodnom prometu i

⁴⁵¹ Beogradska berza (2008). *Godišnji izveštaj za 2007. godinu*, str. 21, www.belex.rs.

⁴⁵² Beogradska berza (2009). *Godišnji izveštaj za 2008. godinu*, str. 21, www.belex.rs.

⁴⁵³ Beogradska berza (2010). *Godišnji izveštaj za 2009. godinu*, str. 12, www.belex.rs.

⁴⁵⁴ Beogradska berza (2011). *Godišnji izveštaj za 2010. godinu*, str. 11, www.belex.rs.

na njega ne utiče isplata dividende.⁴⁵⁵ Od prvog objavljivanja korpe BELEX15 1. oktobra 2005. godine do danas samo su Energoprojekt Holding Beograd, Metalac Gornji Milanovac, Imlek Beograd, Sojaprotein Bečej i Messer Tehnogas Beograd od početka bili sastavni članovi ovog indeksa. Njegov sastav podložan je promjenama putem redovnih i vanrednih revizija tako što se mijenjaju kompanije koje ga čine, kao i procenti slobodnih akcija za trgovinu i procenti s kojima određeni emitent učestvuje u formiranju indeksa (jedan emitent može da ima maksimalno 20% učešća u korpi) – Tabela 4.16.

Tabela 4.16. Sastav korpe indeksa BELEX15 na određene datume

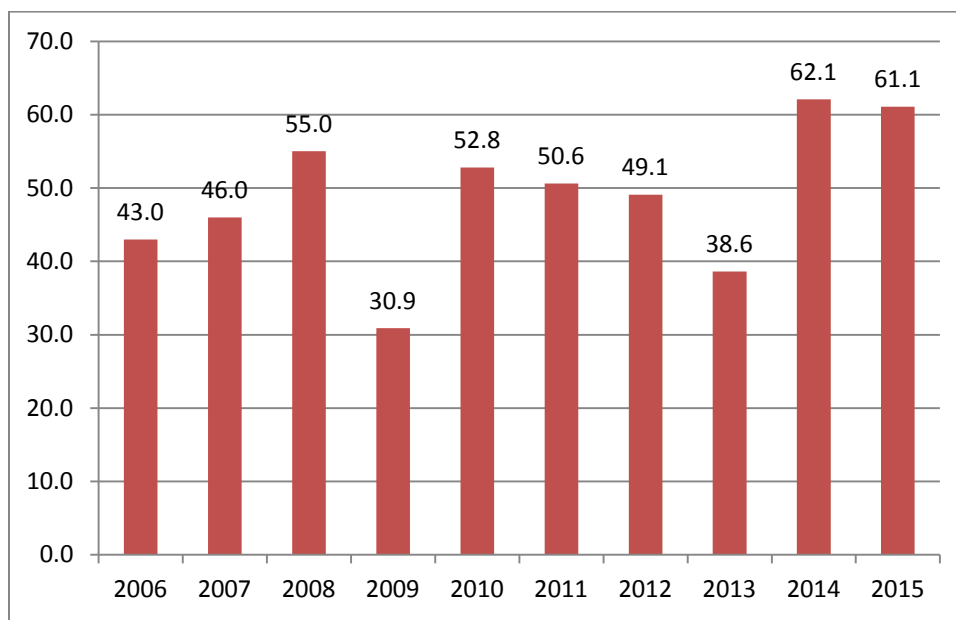
Na dan 01.10.2005. godine	Na dan 31.12.2006. godine	Na dan 21.01.2008. godine	Na dan 31.12.2010.	Na dan 30.09.2013.	Na dan 28.02.2016.
Hemofarm, Energoprojekt Holding, Alfa Plam, Metalac, Tigar, Imlek, Sojaprotein, Bambi, Pupin Telekom, Tehnogas, Galenika Fitofarmacija, Toza Marković, Srbolek	AIK banka, Univerzal banka, Agrobanka, Energoprojekt Holding, Alfa Plam, Tigar, Metalac, Čačanska banka, JUBMES banka, Progres, Dijamant, Sojaprotein, Imlek, Messer Tehnogas	AIK banka, Komercijalna banka, Energoprojekt Holding, Sojaprotein, Univerzal banka, Agrobanka, JUBMES banka, Privredna banka, Metals banka, Imlek, Metalac, Messer Tehnogas, Tigar, Telefonija, Bambi Banat	AIK banka, Komercijalna banka, Energoprojekt Holding, Sojaprotein, Univerzal banka, Agrobanka, Privredna banka, Razvojna banka, Imlek, Metalac, Messer Tehnogas, Tigar, Alfa Plam, Veterinarski zavod Subotica	NIS, AIK banka, Komercijalna banka, Energoprojekt Holding, Sojaprotein, Aerodrom “Nikola Tesla“, Galenika Fitofarmacija, Imlek, Metalac, Goša Montaža, Messer Tehnogas, Jedinstvo Sevojno, Alfa Plam, Veterinarski zavod Subotica	NIS, Komercijalna banka, Energoprojekt Holding, AIK banka, Sojaprotein, Aerodrom “Nikola Tesla“, Galenika Fitofarmacija, Jedinstvo Sevojno, Imlek, Metalac, Messer Tehnogas, Alfa Plam

Izvor: *Beogradska berza* (23. maj 2016). www.belex.rs.

Akcije koje čine BELEX15 najveće su i najlikvidnije akcije koje se nalaze na Beogradskoj berzi i njihovo učešće je dominantno u ukupnom prometu. Izuzev 2009. i 2013. godine, kada se respektivno desila blok transakcija akcijama Apatinske pivare Apatin u iznosu od

⁴⁵⁵ Beogradska berza (2006). *Godišnji izveštaj za 2005. godinu*, str. 30, www.belex.rs.

192 miliona evra i blok transakcija akcijama Frikom Beograd u iznosu od 96,5 miliona evra, ove akcije učestvuju u prometu akcijama na Beogradskoj berzi sa više od 50% (Grafikon 4.8).

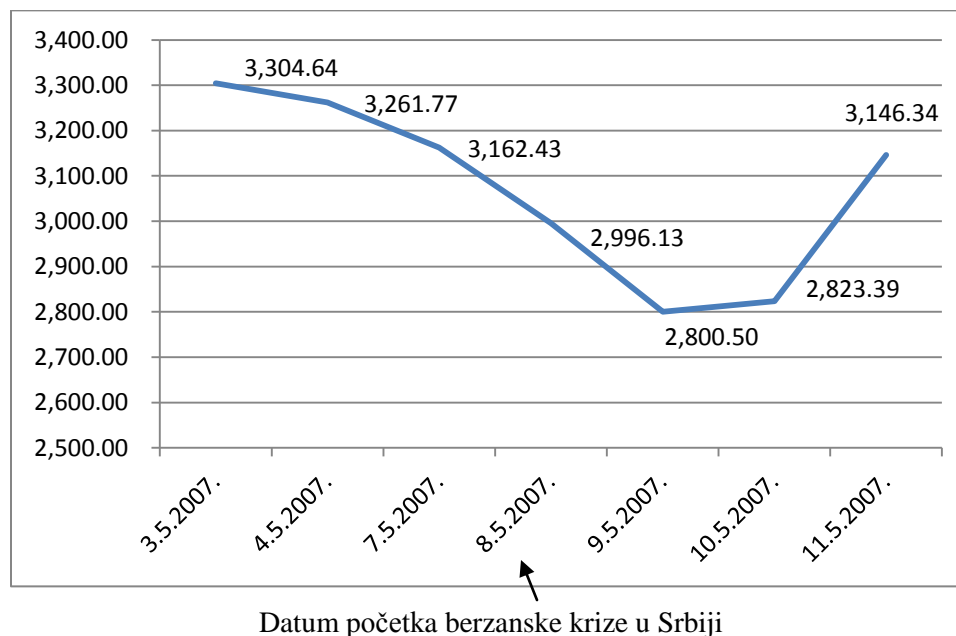


Grafikon 4.8. Učešće akcije iz BELEX15 u ukupnom prometu akcija na Beogradskoj berzi (2006-2015. godine)

Izvor: *Beogradska berza* (23. maj 2016). www.belex.rs.

Maksimalnu vrijednost BELEX15 je zabilježio 3. maja 2007. godine od 3.335,20 poena, da bi samo nekoliko dana kasnije, 9. maja iste godine, zabilježio najveći dnevni pad u istoriji od 6,53%. Razlog za drastičan pad je u paničnoj reakciji domaćih investitora koji su prvi put u istoriji berzanske trgovine u Srbiji tako drastično reagovali na političku situaciju u zemlji, vezanu za izbor predsjednika Narodne skupštine Republike Srbije, koja se desila 8. maja 2007. godine. Negativna reakcija investitora uslijedila je zbog straha od dalje političke nestabilnosti, ali je ta reakcija došla i kao posljedica dostizanja maksimuma berzanskog balona, koji se nalazio pred pucanjem zbog nerealnih evaluacija berzanskih kompanija na našoj berzi i samo se čekao signal koji će pokrenuti talas prodaje akcija. Gubitak tržišne kapitalizacije Beogradske berze na taj dan procjenjivao se na iznos od 0,5 do 1,5 milijardi

evra.⁴⁵⁶ Poslije dva dana politički potres se završio, a Beogradska berza je reagovala sa dnevnim rastom indeksa od 11,44% (Grafikon 4.9).



Grafikon 4.9. Kretanje indeksa BELEX15 (3.5.2007-11.5.2007. godine)

Izvor: Beogradska berza (23. maj 2015). www.belex.rs.

Datum 8. maj 2007. godine može se smatrati početkom berzanske krize u Srbiji i upravo od toga dana Beogradska berza je započela svoj sunovrat sa maksimuma koji je ostvarila u veoma kratkom periodu. Taj berzanski pad je tek poslije pet godina uspio samo da se zaustavi, ali berza još uvijek nije uspjela da se oporavi. Prvi put je ovaj indeks u narednom periodu zabilježio dva uzastopna kvartala s padom vrijednosti, tako što je u trećem kvartalu 2007. godine izgubio 15,6%, a u četvrtom dodatnih 17,6% (godinu je ipak završio sa rastom od 38,4%, zahvaljujući visokom rastu berzanskih cijena u prvom kvartalu 2007. godine). Silazni trend se nastavio i u 2008. godini i manje korekcije cijena naviše nisu mogle da zaustave taj kontinuirani trend – Grafikon 4.10.

⁴⁵⁶ Šekularac, I. (2007). *Investors in Serbia waiting out crisis*, Reuters, www.uk.reuters.com/article.



Grafikon 4.10. Kretanje indeksa BELEX15 (2007-2008. godina)

Izvor: *Beogradska berza*, www.belex.rs; *Wise broker*, wisebroker.rs

Situacija na političkom planu u Srbiji, koja je bila suočena sa vanrednim izborima i priznavanjem Kosova, samo je produbila krizu s kojom su se završila prethodna dva berzanska kvartala. Poslije pada od 25,8% u prvom kvartalu 2008. godine, privremeni oporavak BELEX15 u drugom kvartalu od 3,75% predstavljao je samo zastoj u neminovnom padu pošto su efekti globalne krize tek u drugoj polovini godine došli do Srbije. U drugoj polovini 2008. godine strani investitori počinju masovnije da se povlače sa Beogradske berze, vršeći pritisak na strani ponude hartija, istovremeno ostavljajući prazninu na strani kupovine u situaciji kada nije bilo novih kupaca pošto su strani investitori prešli na stranu prodaje. U mjesecu septembru i oktobru 2008. godine zabilježen je respektivan pad od 26,6% i 34,2%, što je zbirno dovelo do kvartalnog gubitka vrijednosti BELEX15 od 43%, a na godišnjem nivou od 75,6%.⁴⁵⁷

⁴⁵⁷ Beogradska berza (2009). *Godišnji izveštaj za 2008. godinu*, str. 21.

Cijene akcija koje čine BELEX15 nastavile su da padaju i u 2009. godini, a pad je dostigao svoj istorijski minimum 11. marta 2009. godine od 347,46 poena, što je predstavljalo pad od 89,6% od istorijskog maksimuma, koji je dostignut 22 mjeseca ranije.⁴⁵⁸ Drugi i treći kvartal 2009. godine donijeli su oporavak berze, a godišnji rast ovog indeksa iznosio je 17,4%. U 2010. godini, uz smanjeni obim trgovine akcijama, ovaj indeks je pao za 1,8%, da bi i u 2011. godini, pod uticajem krize državnog duga u Evropi, izgubio 23% svoje vrijednosti.⁴⁵⁹ U periodu 2012. – april 2016. godine, kao i BELEXline, i BELEX15 je imao periode rasta i oporavka, da bi, iako je posljednjih godinu i po u negativnom trendu, u tom periodu ipak zabilježio rast vrijednosti od 23,7% (Tabela 4.17).

Tabela 4.17. Kretanje berzanskih indeksa BELEX15 i BELEXfm (2004. – april 2016. godina)

Godina	BELEX15	Godišnja promjena, %	BELEXline	Godišnja promjena, %
2004.*			1.161,30	16,1
2005.**	1.060,21	60,21	1.954,35	68,3
2006.	1.675,20	58,01	2.658,16	36,01
2007.	2.318,37	38,39	3.830,84	44,12
2008.	565,18	-75,62	1.198,34	-68,72
2009.	663,77	17,44	1.311,84	9,47
2010.	651,78	-1,81	1.282,66	-2,22
2011.	499,05	-23,43	977,19	-23,82
2012.	523,89	4,98	1.005,56	2,90
2013.	557,97	6,51	1.104,92	9,88
2014.	667,02	19,54	1.344,82	21,71
2015.	644,10	-3,44	1.380,42	2,65
2016.***	617,55	-4,12	1.344,85	-2,58

*Početna vrijednost iznosi 1.000 i računa se od 3. maja 2004. godine

**Početna vrijednost iznosi 1.000 i računa se od 1. oktobra 2005. godine

*** Do aprila 2016. godine

Izvor: *Beogradska berza* (24. maj 2016). www.belex.rs.

⁴⁵⁸ Beogradska berza (2010). *Godišnji izveštaj za 2009. godinu*, str. 9.

⁴⁵⁹ Beogradska berza (2011). *Godišnji izveštaj za 2010. godinu*, str. 12.

Kada produžimo vremensku seriju na četiri godine (na period od 2006. do 2010. godine), u kojoj posmatramo kretanje indeksa BELEX15, veličina i brzina rasta i pada njegovih vrijednosti u proteklom periodu postaje još izraženija. Period euforije, koji je doveo do ogromnog rasta u periodu od jedanaest mjeseci, od juna 2006. do maja 2007. godine (u tom periodu cijene su se tri puta uvećale), završio se sunovratom cijena u narednih godinu dana, kada su panika i strah od gubitaka, zajedno sa niskom likvidnošću, doveli do kolapsa Beogradske berze (Grafikon 4.11). Prema Rajnhart i Rogof (*Reinhart & Rogoff, 2009*), prosječan pad berzanskih indeksa tokom kriza iznosi 55,9%, a prosječna dužina trajanja krize, do zaustavljanja silaznog trenda, iznosi 3,4 godine.⁴⁶⁰ U slučaju Beogradske berze, pad berzanskog indeksa BELEX15 iznosio je 89,6% (za 33,7 procentnih poena iznad prosjeka), dok je trajanje krize, od maksimalne do minimalne vrijednosti u posmatranom periodu, bilo 1,8 godina.

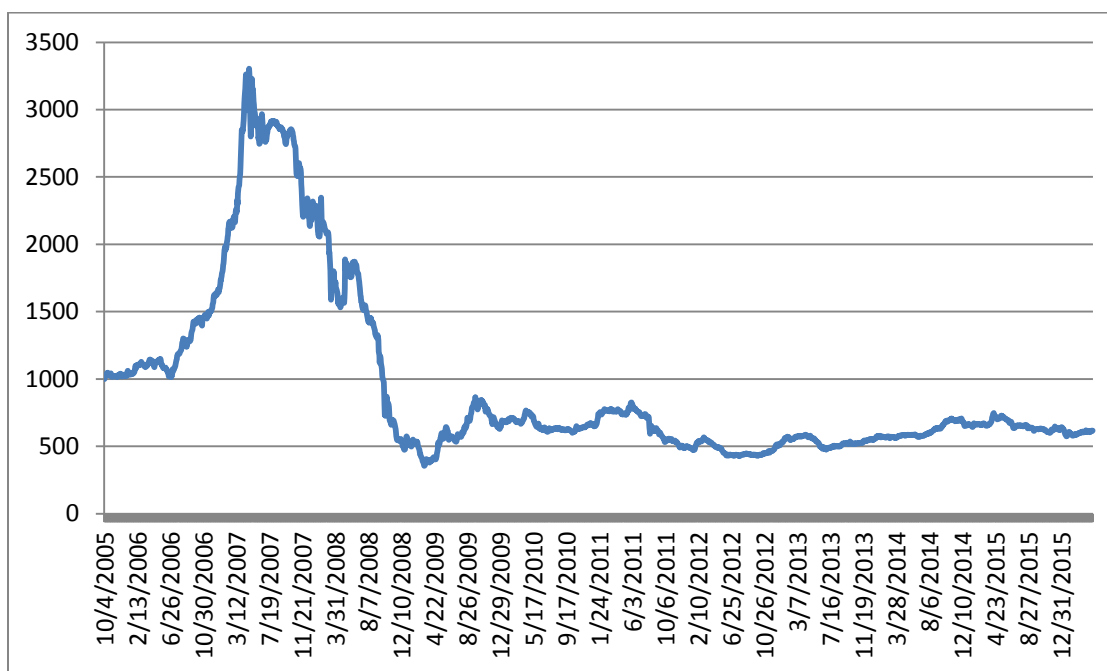


Grafikoni 4.11. Kretanje indeksa BELEX15 (2006-2010. godina)

Izvor: *Beogradska berza*, www.belex.rs; *Wise broker*, wisebroker.rs

⁴⁶⁰ Reinhart, C. M. & Rogoff, S. K. (2009). *The Aftermath of Financial Crisis*, VBER Working Paper Series, WP 14656, Cambridge, str. 6.

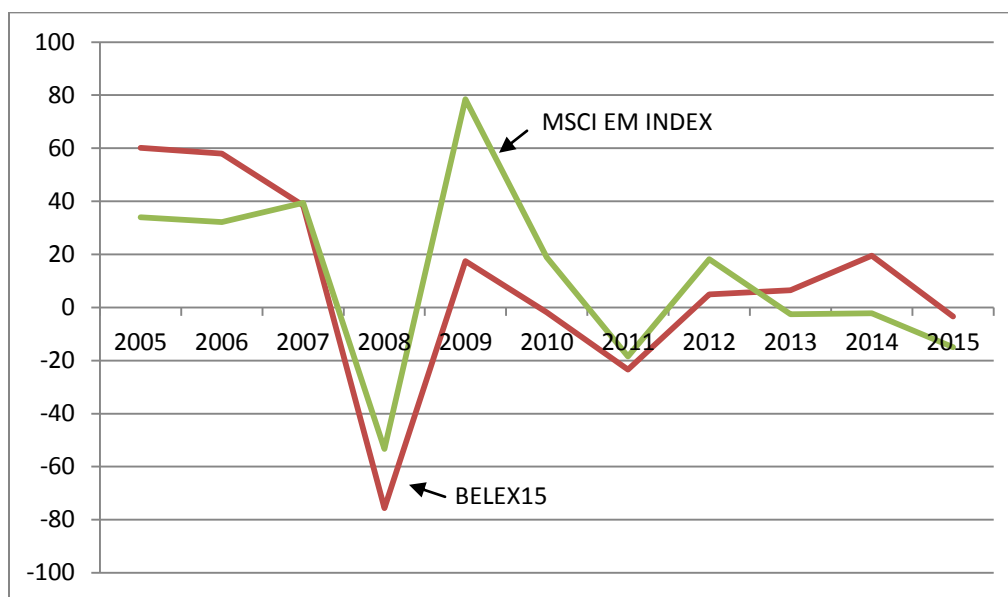
Dubina krize najbolje se može posmatrati kada produžimo vremenski horizont analize (Grafikon 4.12) i obuhvatimo čitav period u kojem se izračunava BELEX15, od aprila 2005. do aprila 2016. godine. Iako se u teoriji definiše, a to je i dokazala praksa na razvijenim tržištima, da poslije perioda krize i recesije slijedi oporavak, koji je izostao u slučaju Beogradske berze. Osnovni razlog je nedostatak povjerenja u sam sistem berzanske trgovine, kao i nedostatak povjerenja u ovu instituciju i kompanije koje se listiraju na njoj. Iskusni strani investitori znali su šta ih očekuje i reagovali brže od novopečenih lokalnih berzanskih igrača, koji su na kolaps bili potpuno nespremni. Pri tome, to je i potpuno logična reakcija, budući da su srpsko tržište kapitala i domaći investitori u trenutku krize imali iskustvo od svega 6 godina nove berzanske trgovine akcijama i ovo im je predstavljalo prvu korekciju cijena, na koju oni nisu bili spremni. Oporavak još nije uslijedio i faza depresije traje već devet godina, pa je teško je očekivati novi značajniji rast u narednom periodu.



Grafikon 4.12. Kretanje indeksa BELEX15 (2005-2016. godina)

Izvor: Beogradska berza, www.belex.rs; Wise broker, wisebroker.rs

Kada uporedimo kretanje BELEX15 indeksa i repernog svjetskog indeksa koji prati tržišta u razvoju MSCI indeks tržišta u razvoju, čija kapitalizacija iznosi 3,6 biliona dolara (koji čine 836 kompanije iz 23 zemlje u razvoju i koji pokriva oko 85% tržišne kapitalizacije u tim zemljama – Rusija, Kina, Brazil, Indija, Južna Afrika, Češka, Mađarska), možemo da zaključimo da postoji similarnost u kretanju u periodu od 2005. do 2015. godine. U periodu prije izbijanja globalne finansijske krize BELEX15 je imao više stope godišnjeg rasta, dok je pad vrijednosti, kao i oporavak kod indeksa MSCI, bio snažniji (Grafikon 4.13).

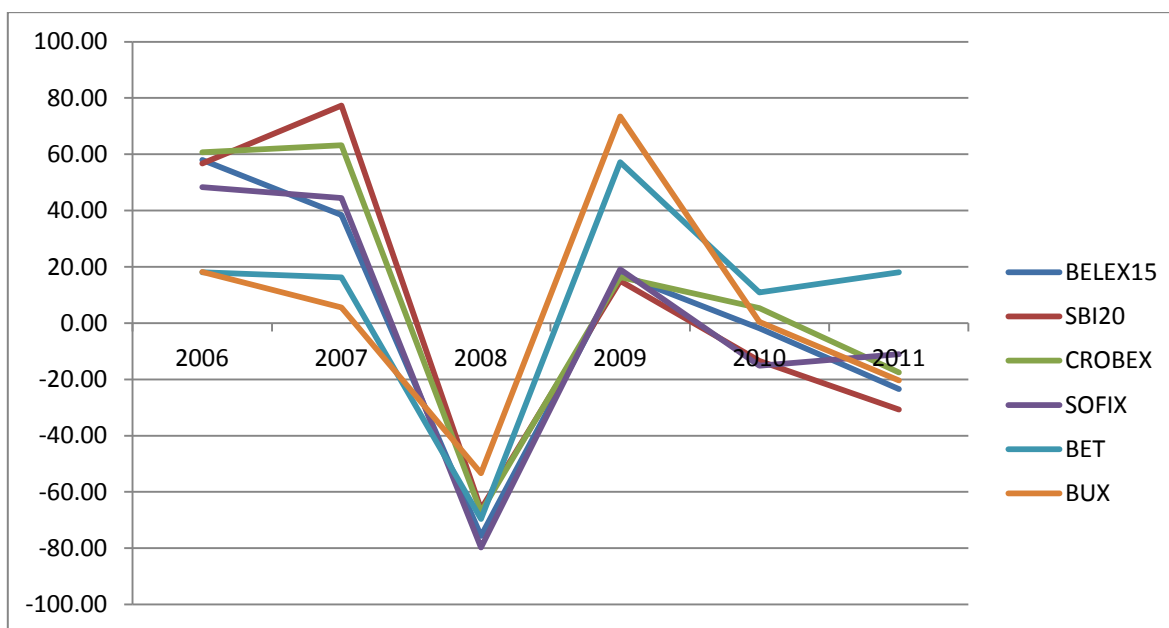


Grafikon 4.13. Uporedno kretanje indeksa BELEX15 i MSCI indeksa tržišta u razvoju (2005-2015. godine)

Izvor: MSCI (23. maj 2016). www.msci.com; Beogradska berza (23. maj 2016). www.belex.rs

Berze iz regiona (Ljubljanska, Zagrebačka, Budimpeštanska i berze u Bukureštu i Sofiji), koje su po svim parametrima bile na višem nivou razvijenosti od Beogradske berze, takođe su imale drastičan pad tokom globalne finansijske krize. U 2008. godini sve ove berze imale su sunovrat – Ljubljana -66,09%, Zagreb -67,12%, Budimpešta – 53.34%, Bukurešt – 69,60% i Sofija – 79,71% (Beograd je imao pad od -75,62%). U 2009. godini sve berze su se oporavile, ali su berze u Bukureštu i Budimpešti imale znatno veći rast od ostalih

berzi.⁴⁶¹ U 2009-2010. godini Zagrebačka i Bukureštanska berza uspješno su sprovele inicijalne javne ponude i tako ostale u pozitivnoj zoni. Budimpeštanska berza se brzo oporavila od posljedica hipotekarne krize, ali je zato dužnička kriza u Evropi od 2011. godine najviše pogodila upravo nju i Ljubljansku berzu. Berze u Sofiji i Ljubljani imale su slično kretanje indeksa tokom krize kao Beogradska berza i ove tri berze imaju i približnu visinu tržišne kapitalizacije (Grafikon 4.14).



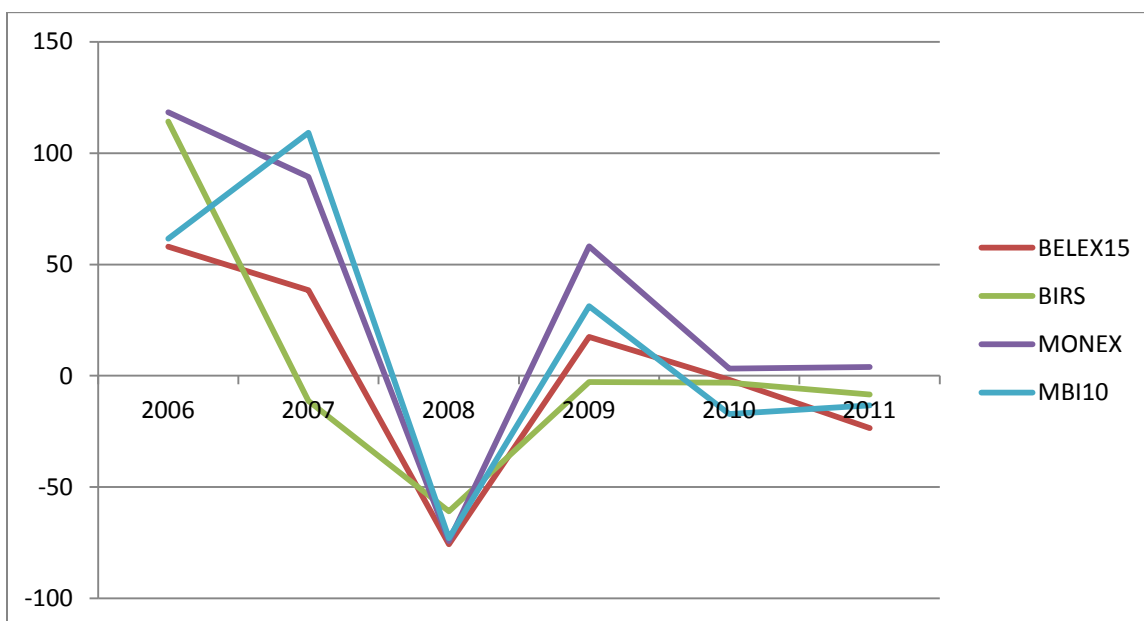
Grafikon 4.14. Kretanje berzanskih indeksa berzi u regionu (2006-2011. godina)

Izvor: *Beogradska berza* (23. maj 2016). www.belex.rs, *Ljubljanska berza* (23. maj 2016). www.ljse.si, *Zagrebačka berza* (23. maj 2016). www.zse.hr, *Budapest Stock Exchange* (23. maj 2016). www.bse.hu, *Bucharest Stock Exchange* (23. maj 2016). www.bvb.ro, *Sofia Stock Exchange* (23. maj 2016). www.sbe-sofia.bg

Beogradska berza je najmanja od svih prethodno posmatranih berzi, ali je zato najveća od grupe berzi iz regiona Zapadnog Balkana (Banjalučka berza, Montenegro berza i Makedonska berza). Vidimo da ova nerazvijena berzanska tržišta imaju znatno oštrije

⁴⁶¹ *Beogradska berza* (23. maj 2016). www.belex.rs, *Ljubljanska berza* (23. maj 2016). www.ljse.si, *Zagrebačka berza* (23. maj 2016). www.zse.hr, *Budapest Stock Exchange* (23. maj 2016). www.bse.hu, *Bucharest Stock Exchange* (23. maj 2016). www.bvb.ro, *Sofia Stock Exchange* (23. maj 2016). www.sbe-sofia.bg

padove i stope rasta, kao posljedica niskog nivoa likvidnosti na njima. Na plitkom tržištu, lako se ostvaruje visok rast berzanskih indeksa, kao što je bio slučaj u Banjaluci i Podgorici, gdje je u 2006. godini reporni indeks porastao za 114,20%, odnosno 118.28%, odnosno 109,07% na Makedonskoj berzi u 2007. godini.⁴⁶² Zato je i pad berzanskih indeksa u 2008. godini bio izuzetno visok i iznosio je -60.78% na Banjalučkoj berzi, -72,92% na Makedonskoj i -74,16% na Montenegro berzi (Grafikon 4.15).



Grafikon 4.15. Kretanje berzanskih indeksa zemalja Zapadnog Balkana 2006-2011. godina

Izvor: *Beogradska berza* (23. maj 2016). www.belex.rs, *Banjalučka berza* (23. maj 2016). www.blberza.com, *Montenegro berza* (23. maj 2016). www.mnse.me, *Makedonska berza* (23. maj 2016). www.mse.mk

Banjalučka berza nije uspjela da ostvari godišnji rast indeksa u periodu 2008-2011. godina, berza u Skoplju se oporavila 2009. godine, ali je opet nastavila da pada do 2011. godine, dok je jedino Montenegro berza ostala sa malim, ali pozitivnim rezultatom u periodu 2010-2011. godine.

⁴⁶² *Beogradska berza* (23. maj 2016). www.belex.rs, *Banjalučka berza* (23. maj 2016). www.blberza.com, *Montenegro berza* (23. maj 2016). www.mnse.me, *Makedonska berza* (23. maj 2016). www.mse.mk.

Kada uporedimo sličnosti u kretanjima berzanskih indeksa na berzama u regionu Balkana, koje uključuju zemlje bivše Jugoslavije, kao i berze u Rumuniji, Bugarskoj i Mađarskoj, možemo da zaključimo da postoji velika sličnost u trendu kretanja berzanskih indeksa, posebno u periodu prije i za vrijeme trajanja globalne finansijske krize, kao i u dubini pada berzanskih cijena u 2008. godini. Imajući u vidu da su ova tržišta akcija funkcionisala u sličnim makroekonomskim i društvenim uslovima tranzicije, kao i da je period rasta berzanskih cijena na svim ovim berzama uglavnom povezan sa dolaskom stranih investitora i da je na svim ovim berzama zabilježeno malo učešće domaćih portfolio investitora (posebno institucionalnih investitora) u fazama rasta berzanskih cijena, može se govoriti o postojanju regionalnog berzanskog balona, koji je nastao van direktnih globalnih tokova u periodu 2002-2007. godina. Na pojavu ovog balona presudno je uticao rast likvidnosti u razvijenim zemljama, koji se putem inostranih investicionih fondova specijalizovanih za investiranje na Balkanu na identičan način pojavio na svim ovim tržištima, omogućavajući tih fondovima da kupuju akcije najlikvidnijih kompanija u regionu, što je dovelo do velikog rasta cijena i stvaranja euforije među investicionom javnošću u tim zemljama. To je predstavljalo klicu buduće berzanske krize u regionu, koju je globalna finansijska kriza ubrzala i produbila. I u periodu poslije završetka globalne krize karakteristično je da se nijedna od ovih berzi nije vratila na nivo prije krize.

Upoređujući sa referentnim tržištima kapitala, može se potvrditi teza da su razlozi početka, dubine i trajanje krize i na Beogradskoj berzi u velikoj mjeri lokalne prirode, a da ih je globalna kriza samo učinila intenzivnijim i snažnijim. Činjenica da je globalna finansijska kriza po svim parametrima imala drastičnije manifestacije na Beogradskoj berzi nego na drugim svjetskim berzama s kojima je upoređujemo, može se objasniti fazom razvoja u kojoj se nalazila naša berza 2008. godine, koja je već viđena na drugim tržištima, ali su intenzitet rasta berzanskih cijena i širenja euforije među učesnicima učinili da rast bude izuzetno brz i snažan, ali je zato pad bio jednako brz i još drastičniji.

Iz svega navedenog, može se izvući zaključak da svjetska finansijska kriza koju je pokrenula kriza hipotekarnog tržišta u Sjedinjenim Američkim Državama nije direktno izazvala

berzanskih krizu u Srbiji pošto je početak kraha Beogradske berze desio u maju 2007. godine, a Njujorška berza akcija otpočela je svoj drastičan silazni trend u oktobru 2008. godine. Ako analiziramo period od 3. maja 2007. godine, kada je Beogradska berza dostigla svoj istorijski maksimum, do 15. septembra 2008. godine, kada je Liman braders (*Lehman Brothers*) objavio svoje bankrotstvo, u tom intervalu BELEX15 je izgubio 61% od svoje vrijednosti, dok je DJIA za isti period izgubila 18%. Činjenica da se kriza u Srbiji pokrenula mnogo ranije nego u Sjedinjenim Američkim Državama potvrđuje tezu da ona nije bila izazvana isključivo globalnom finansijskom krizom već prevashodno lokalnim faktorima.

Broj i struktura berzanskih posrednika u Srbiji mijenjali su se sa rastom finansijskog tržišta u zemlji. Na vrhuncu rasta prometa i broja listiranih kompanija postojalo je 88 licenciranih učesnika na tržištu (brokerskih i brokersko-dilerskih kuća i ovlašćenih banaka) i ukupno 1.066 brokera. Sa sve većim obimom posla banke su takođe počele da otvaraju svoja brokersko-dilerska odjeljenja, kao i strane brokerske kuće (Publikum, AC broker, Ilirika iz Slovenije, Fima i Interkapital iz Hrvatske, First global broker [*First Global Broker*] iz Grčke, KBC Sekjuritit [*Securities*] iz Belgije). Jedino je KBC Sekjuritit u 2007. godini preuzeo domaće brokerske kuće Senzal a.d. Beograd i Hipobroker a.d. Beograd, dok su ostale strane brokerske kuće osnovale nove brokerske kuće. Prepolovljen berzanski promet u 2008. i naredne dvije godine drastično je smanjio i prihode svih berzanskih posrednika, tako da ih danas ima 58% manje nego 2008. godine, dok je broj licenciranih brokera u stagnaciji već osam godina (Tabela 4.18). Ostale su samo najveće brokerske kuće, dok je primjetan trend spajanja radi smanjivanja troškova poslovanja. Jasno je da većina brokerskih kuća, iako se radilo o profesionalcima kojima je posao trgovina hartijama od vrijednosti, nije predvidjela kretanja na Beogradskoj berzi i dubinu krize koja je stizala. Činjenica je da je veliki broj berzanskih posrednika u Srbiji bio fokusiran na izvršenje naloga svojih vlasnika ili je trgovao u svoje ime, prateći, a često i formirajući pritisak na strani kupovine i dovodeći do nerealnog rasta cijena. U uslovima izuzetne informacione asimetrije, koja je karakteristična za granična berzanska tržišta, kao i slabo kontrolisanu insajdersku trgovinu i izraženi moralni hazard u berzanskoj trgovini i kod ponuda za

preuzimanje akcija, određeni dio odgovornosti za intenzitet berzanskog kraha u Srbiji pada i na ovu grupu učesnika na tržištu kapitala.

Tabela 4.18. Kretanje broja članova berze, njihova struktura i ukupan broj licenciranih brokera (2004-2015. godina)

Godina	Ukupan broj članova Beogradske berze	Broj ovlašćenih banaka	Broj stranih brokerskih kuća	Ukupan broj licenciranih brokera
2004.	73	7	6	n.a.
2005.	73	10	5	n.a.
2006.	76	12	5	n.a.
2007.	88	16	7	983
2008.	88	18	7	1.066
2009.	77	18	7	1.091
2010.	68	17	6	1.096
2011.	58	17	3	1.114
2012.	49	16	3	1.126
2013.	44	14	2	1.129
2014.	40	13	2	1.127
2015.	37	12	2	1.127

Izvor: *Beogradska berza*, www.belex.rs, *Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije*, www.sec.gov.rs

Učešće stranih investitora u prometu hartijama od vrijednosti predstavlja jedan od ključnih kanala kojima se globalna finansijska kriza prelila na srpsko tržište kapitala. Nažalost, na našem tržištu se potvrdilo berzansko pravilo da veliki strani investitori posljednji ulaze na tržišta kapitala u razvoju, kao i na granična tržišta, ali ih zato prvi napuštaju u slučaju krize. Ovaj indikator aktivnosti uveden je na Beogradsku berzu 2005. godine i posmatra se u tri kategorije: učešće u trgovini akcijama (zbirno i odvojeno učešće na strani kupovine i prodaje – od 2007. godine), trgovini obveznicama, kao i u ukupnom prometu (Tabela 4.19).

Tabela 4.19. Učešće stranih investitora u prometu na Beogradskoj berzi (2005. – april 2016)

Godina	Učešće u ukupnom prometu (FIT)	Učešće u trgovini akcijama (FIS)	Učešće u trgovini akcijama – kupovina (b-FIS)	Učešće u trgovini akcijama – prodaja (s-FIS)	Učešće u trgovini obveznicama (FIB)
2005.*	44,6	52,7	n.a.	n.a.	14,3
2006.	48,0	54,6	n.a.	n.a.	11,4
2007.	39,2	42,0	54,4	29,7	14,3
2008.	47,3	50,1	51,9	48,3	12,5
2009.	42,3	46,9	25,2	68,6	9,4
2010.	33,6	38,2	48,7	27,8	15,3
2011.	39,4	45,4	55,3	35,4	4,5
2012.	47,8	55,8	53,1	58,4	11,2
2013.	69,6	72,3	66,8	77,8	25,0
2014.	42,1	48,1	45,8	50,5	22,3
2015.	41,9	39,4	31,5	47,2	50,1
2016.**	33,2	45,4	25,5	65,3	30,9

*od marta 2005. godine

** do aprila 2016. godine

Izvor: Beogradska berza, *Godišnji izveštaj za period od 2005-2015. godine*, www.belex.rs

U strukturi stranih portfolio investitora u Srbiji u periodu 2002-2008. godine možemo da razlikujemo nekoliko grupa investitora:

- prvi strani investitori bili su fizička lica iz Slovenije, koji su imali iskustvo u berzanskoj trgovini akcijama iz privatizacije i koji su predviđjeli značajan rast cijena u početnoj fazi razvoja trgovine. Veoma brzo, za njima su iz Slovenije došli i investicioni fondovi, brokersko-dilerske kuće, banke i druga pravna lica (Publikum, KD, Ilirika, AC naložbe, GBD, A banka, Poteza, Medveščak Pušnik, itd.);
- za njima su došli investitori iz Hrvatske, predvođeni brokerskom kućom FIMA, koja je imala svoje filijale i u zemljama bivše Jugoslavije, zatim su došli Privredna banka Zagreb, HPB, investicioni fond Aureus, InterCapital, itd.);

- najveći uticaj na srpsko tržište kapitala imali su investicioni fondovi iz Skandinavije i Baltika koji su u Srbiju došli 2004. godine, prije svih švedski Ist Kapital (engl. *East Capital*), koji je upravljao sa 2 milijarde evra kapitala i imao poseban fond za investicije u zemlje Balkana,⁴⁶³ kao što su ga imali i Danske kapital iz Finske (engl. *Danske Capital Finland*), Gustavia iz Švedske, Hansapank i Trigon iz Estonije, kao i Julius Ber (engl. *Julius Bear*) iz Švajcarske;
- američka brokerska kuća koja je bila posrednik ka investicionim fondovima iz Sjedinjenih Američkih Država Ojerbah Grejson (engl. *Auerbach Grayson*), koja je dovela nekoliko velikih investitora u akcije i obveznice (Everest, Falkon [engl. *Falcon*], Refls [engl. *Raffles*]).⁴⁶⁴

Kada govorimo o uticaju globalnog tržišta kapitala na srpsko tržište kapitala putem inostranih portfolio investitora, u najvećoj mjeri govorimo o uticaju evropskog tržišta kapitala, budući da je najveći broj stranih investitora na srpsko tržište kapitala došao iz zemalja Evropske unije i Hrvatske. Investicioni fondovi iz Skandinavije bili su izuzetno aktivni na prostoru zemalja Centralne i Istočne Evrope, pa su tako bili i među najranijim i najvećim investitorima i na prostoru Balkana i Srbije. Jedan od razloga njihove aktivne i velike uloge na tržištima akcija u zemljama koje su prolazile kroz tranziciju iz komunističkog i socijalističkog privrednog sistema, jeste u konceptu funkcionisanja penzionih fondova i osiguravajućih kompanija iz Skandinavije. Prema analizi kompanije Vilis Tawers Votson (engl. *Willis Towers Watson*, 2016),⁴⁶⁵ penzioni fondovi u zemljama članicama Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj u prosjeku u tržište akcija investiraju 44% svoje imovine, dok osiguravajuće kompanije iz Skandinavije, prema Boston konsalting grupi (engl. *Boston Consalting Group*)⁴⁶⁶ investiraju najviše od svih zemalja svijeta u akcije – preko 20% svoje imovine. Na taj način investicioni fondovi iz Skandinavije imaju mogućnost da dođu do kapitala za investicije u rizična tržišta pošto i

⁴⁶³ *East Capital* (16. april 2016). www.eastcapital.com.

⁴⁶⁴ *Auerbach Grayson* (16. april 2016). www.agco.com.

⁴⁶⁵ Willis Towers Watson (28. februar 2016). *Global Pensions Asset Study 2016*.

⁴⁶⁶ Boston Consalting Group (22. mart 2016). *Global Asset Management 2015: Sparkling Growth with Go-to-Market Excellence*, www.bcgperspectives.com.

mali procenat koji penzioni fondovi i osiguravajuće kompanije iz ovih zemalja izdvajaju za rizične investicije koje vode ti fondovi predstavlja izuzetno velika sredstva za nerazvijena tržišta balkanskih zemalja.

Preuzimanje rizika prilikom investiranja u Srbiji, koja nije imala razvijenu infrastrukturu finansijskog tržišta, odgovaralo je manjem krugu investitora koji se već pozicionirao na tržištima u razvoju u Centralnoj i Istočnoj Evropi i kojima je Balkan bio sledeća logična destinacija. Veliki rast cijena akcija krajem 2004. i u prva četiri meseca 2005. godine umnogome je opredijelio dalji pravac razvoja Beogradske berze. Prvi metod trgovine akcijama na Beogradskoj berzi bio je metod preovlađujuće cijene, koji je bio vrsta aukcije akcija preduzeća koja se u početku dešava svakih nekoliko dana, a kasnije svakodnevno. Berzanska cijena na taj trgovački dan bila je ona koja je omogućavala da se ostvari najveći promet akcija. Ukoliko je više investitora ponudilo istu cijenu, prednost je imao onaj sa većim nalogom, što je male investitore često ostavljalo bez obavljene kupovine. Ovaj metod takođe je držao cijene pod kontrolom, što je u potpunosti odgovaralo menadžmentu listiranih kompanija, koji je pokušavao da kupi što veće pakete akcija, pogotovo od akcionara van njihove kompanije. Sa druge strane, nije odgovarao stranim investicionim fondovima, koji su imali visoke troškove transfera novca i kastodi banaka, uz rizik da možda neće moći da kupe zadovoljavajuću količinu akcija (dešavalo se da fond koji upravlja sa par milijardi evra, poput Ist kapitala (*East Capital*) iz Švedske, kupi akcije za par stotina evra na Beogradskoj berzi). Veliki iskorak u drugoj polovini 2004. godine predstavljalo je uvođenje kontinuiranog metoda trgovanja, koji je počeo da funkcioniše 15. oktobra 2004. godine sa akcijama Energoprojekt Holdinga Beograd, Hemofarma Vršac, Toze Markovića Kikinda i Metalca Gornji Milanovac (do kraja godine listirali su se još i Granexport Beograd, Pupin Telekom Beograd i Alfa Plam Vranje). To je bio metod koji je odgovarao kako malim investitorima, tako i stranim investicionim fondovima, koji su sada mogli sa sigurnošću da računaju na kupovine pošto su koristili mogućnost davanja maksimalne cijene za taj dan, koja je bila definisana na 20%. Zbog toga su skoro sve akcije koje su bile na ovom metodu trgovine zabilježile veliki rast u narednih šest meseci. U tom periodu rasta učešće stranih investitora bilo je, po mesecima, u januaru 2005. godine 48%

uz berzanski promet od 32 miliona evra, u februaru 62% uz promet od 49 miliona evra, u martu 42% uz promet od 60 miliona evra i u aprilu 47% uz promet od 20 miliona evra. Očigledno je da su strani investitori bili spremni za početak agresivne trgovine, budući da je veliki rizik kupovati akcije u zemlji koja je tek krenula u tranziciju, nekoliko nedjelja pošto je počela trgovina kontinuiranim metodom. Ovako visoki iznosi i procenti učešća omogućili su kupovinu značajnih paketa akcija pošto je prosječan dnevni promet akcijama Hemofarma u 2004. godini bio oko 110.000,00 evra, Energoprojekt Holdinga 45.000,00 evra, a Metalca iz Gornjeg Milanovca oko 20.000,00 evra.⁴⁶⁷ Indikativno je da je najveće procentualno učešće stranih investitora u prometu akcijama u periodima kada je berza ostvarila svoj najveći rast, što je jasan znak da su upravo strani investitori izazvali rast cijena na Beogradskoj berzi (Tabela 4.20).

Tabela 4.20. Uporedni prikaz kretanja indeksa BELEX15 i učešća stranih investitora u prometu na Beogradskoj berzi

Godina	Promjena indeksa BELEX15	Učešće stranih investitora u trgovini akcijama
2005.	60,2%	52,7%
2006.	58,0%	54,6%
2007.	38,4%	42,0%
2008.	-75,6%	50,1%
2009.	17,4%	46,9%
2010.	-1,8%	38,2%
2011.	-23,4%	45,4%

Izvor: *Beogradska berza* (15. april 2016). www.belex.rs.

Očigledno je da je talas rasta prometa i berzanskih cijena izazvan aktivnom ulogom stranih investitora, koji su u ranoj fazi berzanske trgovine kupovali značajne pakete akcija, računajući da će u budućnosti moći da prodaju svoje udjele strateškim investitorima, koji su u zemljama Centralne i Istočne Evrope predstavljali drugi talas investitora. Poslije šest mjeseci velikog rasta vrijednosti indeksa i berzanskih cijena, od oktobra 2004. do aprila 2005. godine, i kratke pauze tokom ljetnih mjeseci 2005. godine, ponovo kreće rast

⁴⁶⁷ *Beogradska berza* (15. april 2016). www.belex.rs.

prometa i cijena na berzi. Ovog puta, kao investitori se uključuju i američki fondovi, ali i domaći investitori koji kupuju preko ofšor kompanija, zbog poreskih ušteda, ali i da bi izbjegli obavezu davanja ponude za preuzimanje akcija u slučaju kupovine više od 25% upravljačkih akcija kompanije.

Na primjeru Hemofarma iz Vršca može se pokazati kako je izgledao berzanski put jedne od najboljih srpskih kompanija, koji predstavlja šablon za veliki broj kvalitetnih kompanija na Beogradskoj berzi. Hemofarm je listiran među prvim kompanijama na berzi 22. februara 2002. godine, po početnoj cijeni od 450,00 din. Država je prodala svoj paket u visini od 19,51% kapitala preko Akcijskog fonda već u aprilu 2002. godine, po cijeni od 55,00 dinara po akciji. Na dan 31.12.2003. godine jedna akcija je vrijedila 3.100,00 din, a dana 31.12.2004. godine vrijedila je 3.740,00 dinara. Na dan 14. marta 2005. godine jedna akcija dostigla je vrijednost od 8.188,00 dinara, a cijena po kojoj je njemačka Štada ponudila otkup akcija od malih akcionara u julu 2006. godine iznosila je 12.354,00 dinara, odnosno za ukupan kapital 485 miliona evra.⁴⁶⁸ Država Srbija prodala je svoj udio za 3,97 miliona evra, a da je sačekala tri godine (što nije bilo toliko nelogično budući da se radilo o jednoj od najboljih srpskih kompanija), mogla je da prihoduje 94,6 miliona evra.

Struktura akcionara Hemofarma u trenutku prodaje strateškom partneru takođe predstavlja primjer vlasničke transformacije na srpskom berzanskom tržištu akcija. Investicioni fond Aktiva iz Holandije i firme Vodral (engl. *Wodal*) i Radlon iz Švajcarske zajednički su nastupali i iza njih se nalazio slovenački investicioni fond Aktiva (pošto tada nije bio donesen Zakon o preuzimanju akcionarskih društava, nisu bili u obavezi da daju ponudu za preuzimanje svih akcija). Ist kapital i Refls su investicioni fondovi koji su već ranije investirali u okolne zemlje u tranziciji, nije poznato ko se nalazio iza kastodi računa Hipo Alpe-Adria banke. Predsjednik uprave Hemofarma Miodrag Babić i direktor Hemofarmove firme u Njemačkoj i potpredsjednik Hemofarma Nikola Stanković stekli su kupovinom na berzi značajan paket akcija svoje firme. Gorenjsko Borzno je brokerska kuća iz Kranja (Slovenija), koja je zastupala svoje individualne klijente, dok je Poteza bila investicioni

⁴⁶⁸ B92 (10. avgust 2006). Štada većinski vlasnik Hemofarma, www.b92.net

fond iz Slovenije (Tabela 4.21). Svi ovi investitori ostvarili su veoma visoke profitne stope, budući da je Hemofarm imao visoke stope rasta cijena tokom svoje berzanske istorije, ali i zbog činjenice da se pojavio strateški investitor, njemačka Štada, koja je otkupila sve akcije sa tržišta i povukla Hemofarm sa listinga Beogradske berze 11. decembra 2006. godine.

Tabela 4.21, Deset najvećih akcionara Hemofarma u trenutku preuzimanja

Akcionar	Procenat vlasništva	Vrijednost akcija po cijeni iz ponude za preuzimanje (u milionima evra)
Aktiva Sei BV, Holandija – Slovenija	31,9%	154,7
Wodal, Švajcarska	14,5%	70,3
East Capital Asset Manag.	3,06%	14,8
Raffles Associates LP., SAD	2,6%	12,6
Radlon, Švajcarska	2,1%	10,2
Babić Miodrag, Srbija	1,9%	9,2
Hypo Alpe-Adria Bank, Srbija (kastodi račun)	1,7%	8,2
Stanković Nikola, Srbija	1,0%	4,8
Gorenjsko Borzno GBD, Slovenija	0,9%	4,3
Poteza BPD, Slovenija	0,8%	3,9

Izvor: *Centralni registar hartija od vrednosti Republike Srbije* (15. april 2016).

www.crhov.rs.

U 2007. godini strani portfolio investitori ostvarili su neto priliv na Beogradsku berzu u visini od 500 miliona evra. Njihovo učešće u ukupnom prometu značajno je poraslo u nominalnom smislu, ali je veliki pritisak koji su domaći mali investitori napravili na strani kupovine uticao da procenat učešća ostane 54%. U drugoj polovini godine strani investitori počinju sve više da prodaju svoje akcije, ali uglavnom zbog političke nestabilnosti u Srbiji, zbog najavljenog priznavanja Kosova i vanrednih parlamentarnih izbora.

Strani investitori su u 2008. godini zabilježili rast učešća od 8% u ukupnom berzanskom prometu, ali taj u principu pozitivan podatak dobija drugačije svjetlo kad se sagleda učešće u kupovini i prodaji akcija. Dok je nivo kupovine od strane ovih investitora pao 2,5% na 51,9%, učešće u prodaji akcija skočilo je sa 29,7% u 2007. godini na 48,3% u 2008. godini. Upravo ovaj rast prodaje akcija od strane stranih investitora bio je pokretač kolapsa berzanske trgovine u Srbiji u narednom periodu. Aktivnosti stranih investitora postaju još jasnije kada se posmatraju apsolutne vrijednosti i tada je pad prometa na strani kupovine čitavih 57,7%, a na strani prodaje 27,1%.⁴⁶⁹ Budući da su strani investitori trpjeli velike gubitke i na svojim domicilnim tržištima, oni su pokušavali da smanje izloženost na srpskom tržištu prodajući svoje akcije i prebacujući realizovana sredstva za pokriće gubitaka na njihovom domaćem tržištu. U slučaju stranih investicionih fondova oni su imali veliki pritisak svojih akcionara koji su povlačili novac iz njihovih balkanskih fondova, budući da su bili izloženi gubicima i na domaćem tržištu, tako da su fondovi, koji su bili glavni generator likvidnosti i rasta cijena, morali da zatvaraju svoje pozicije na Beogradskoj berzi, što je predstavljalo veliki pritisak na strani ponude.

Do polovine 2009. godine nastavljena je veća prodajna aktivnost stranih investitora u odnosu na kupovine, da bi se u drugoj polovini godine učešće u kupovini ponovo podiglo iznad polovine prometa. Visoko učešće u ukupnoj prodaji na kraju godine od 68,6% i nisko na strani kupovine od 25,2% došlo je kao posljedica jedne blok transakcije u kojoj je prodat veliki paket akcija Apatinske pivare Apatin (koji je iznosio 39,2% ukupnog berzanskog prometa za 2009. godinu) i ukoliko bi se ona isključila strani investitori bi učestvovali sa 43,3% i 39,9% u kupovini, odnosno prodaji akcija na berzi.⁴⁷⁰

U 2010. godini strani investitori su se fokusirali na druga tržišta iako je njihovo učešće od 33,6% u ukupnom berzanskom prometu bilo najmanje od kada se mjeri ovaj indikator. Pad je bio najviše izražen u segmentu prodaje akcija, a najveću vrijednost u istoriji dostigao je u trgovini obveznicama 15,3%. Odnos između aktivnosti u kupovini i prodaji akcija, koji je

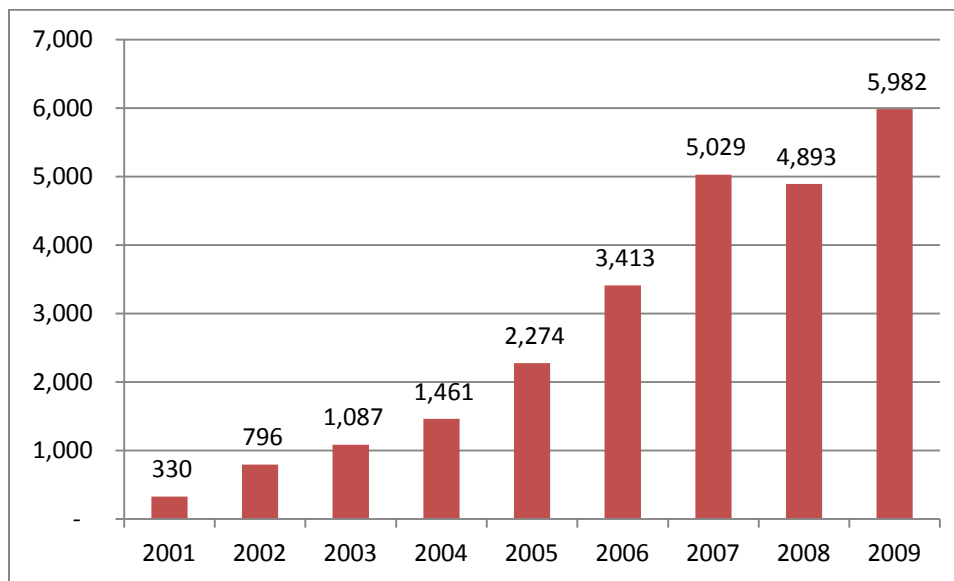
⁴⁶⁹ Beogradska berza (2009). *Godišnji izveštaj za 2008. godinu*, str. 14.

⁴⁷⁰ Beogradska berza (2010). *Godišnji izveštaj za 2009. godinu*, str. 17.

bio značajno u korist kupovine, ukazivao je na rastuće interesovanje za ulaganje u akcije, što je bio signal oporavka povjerenja u Beogradsku berzu. I u 2011. godini 20% je veće učešće stranaca u kupovini nego u prodaji akcija, ali se tu već iza stranih kompanija kriju domaća fizička lica koja žele da preuzmu kontrolu nad kompanijama koristeći zakonske mogućnosti. Naredne 2012. godine ponovo je veliko učešće stranih investitora, najveće od kada se prati ovaj indikator 55,8%, ali razlog za to nije iznenadna atraktivnost našeg tržišta kapitala za strane ulagače već izostanak domaćih investitora u uslovima veoma niske likvidnosti. U 2013. godini ponovo se desilo da jedna blok transakcija obilježi čitavu godinu, u ovom slučaju prodaja akcija kompanije Frikom u vrijednosti od 96,2 miliona evra od strane hrvatske kompanije Agrokor drugoj hrvatskoj firmi Ledo.⁴⁷¹ Posljednje tri godine, od 2014. do 2016, strani investitori pokušavaju da prodaju svoje udjele i napuste Beogradsku berzu koristeći ponovni pokušaj konsolidacije vlasništva u većim kompanijama i bankama (AIK banka Niš, Energoprojekt Holding Beograd), dok akcije Naftne industrije Srbije Novi Sad i Aerodroma "Nikola Tesla" Beograd predstavljaju jedine kupovne opcije u ovom trenutku za stranu ulagače.

Nijedno tržište kapitala na svijetu ne može kvalitetno da funkcioniše bez domaćih investitora, što se prvenstveno generiše kroz rast domaće štednje. U uslovima tranzicije srpske ekonomije, i posebno bankarskog sistema, štednja je uglavnom bila nominovana u evrima i na kraće vremenske rokove. Sa dolaskom stranih banaka, koje su bile neopterećene prethodnim negativnim iskustvom koje su građani Srbije imali sa domaćim bankama, štednja iz godine u godinu počinje sve više da raste. Ukupna devizna štednja porasla je u 2007. godini na preko 5 milijardi evra, odnosno 4,6 puta za samo pet godina. Veliki rast štednje u periodu 2004-2007. godina otvorio je vrata investiranju na Beogradskoj berzi jer je sa sve većim prilivom štednje došlo i do pada pasivnih kamatnih stopa (Grafikon 4.16).

⁴⁷¹ Beogradska berza (2014). *Godišnji izveštaj za 2013. godinu*, str 5.



Grafikon 4.16. Visina štednje stanovništva, u milionima evra (2001-2009. godina)

Izvor: Beogradska berza (2010). *Godišnji izveštaj za 2009. godinu*, str. 4, www.belex.rs

Budući da Srbija nije imala nikakvu značajniju istoriju berzanske trgovine u prethodnih 70 godina, od početka trgovine 2002. godine građani naše zemlje uglavnom su se pojavljivali na strani prodaje akcija stečenih u procesu privatizacije. Neki od njih su imali sreću da tih prvih godina prođu odlično, poput akcionara Duvanske industrije Niš, koju je preuzeo američki Filip Moris (engl. *Phillip Morris*),⁴⁷² a neki mnogo lošije, poput akcionara Apatinske pivare, koji su poslušali preporuku svog menadžmenta da prodaju akcije u prvoj berzanskoj trgovini.⁴⁷³ Vremenom, sve više informacija o pozitivnim berzanskim kretanjima, kao i marketinške aktivnosti Beogradske berze, počeli su da privlače pažnju javnosti u zemlji. Tokom 2006. godine rast prometa izazvan je i većim brojem novih investitora, kako profesionalnih investitora tako i domaćih fizičkih lica na strani kupovine. Domaća fizička lica kao investitori imala su 20% ukupno realizovanog prometa, što je rast od 25% u odnosu na prethodnu godinu i jasan signal da interesovanje za investiranje u zemlji raste.⁴⁷⁴ Domaći investitori nastavili su da investiraju i u prvoj polovini 2007. godine, kada je broj mjesečnih transakcija bio za tri do četiri puta veći nego prethodnih

⁴⁷² “Bogaćenje radnika” (2004). *Nedeljnik Vreme*, broj 692, <http://www.vreme.co.rs>.

⁴⁷³ “Pivara uzdrmala berzu” (2002). *Nedeljnik Vreme*, broj 597, <http://www.vreme.co.rs>.

⁴⁷⁴ Beogradska berza (2007). *Godišnji izveštaj za 2006. godinu*, str. 22-23, www.belex.rs.

godina, a ukupna vrijednost njihovih investicija bila je 10 puta veća nego prošle godine u istom periodu (učesće u kupovini akcija domaćih malih investitora dostiglo je nivo od 25%).⁴⁷⁵

Pored malih investitora, prvi put su se na Beogradskoj berzi pojavili i domaći institucionalni investitori – investicioni fondovi i privatni dobrovoljni penzion fondovi koji su u tom periodu počeli s radom.⁴⁷⁶ Donošenjem Zakona o investicionim fondovima⁴⁷⁷ i Zakona o dobrovoljnim penzionim fondovima i penzijskim planovima,⁴⁷⁸ konačno su stvoreni uslovi da se na srpskom tržištu kapitala pojavi veliki broj investicionih fondova, koji predstavljaju jedne od najaktivnijih učesnika na tržištu kapitala i koji su ponudili novu uslugu domaćim investitorima na srpskom finansijskom tržištu. U kratkom vremenskom periodu Komisija za hartije od vrednosti izdala je ukupno 19 dozvola za rad društvima za upravljanje fondovima (najviše u 2007. godini, ukupno devet), od kojih je u martu 2016. godine i dalje bilo aktivno svega četiri (Tabela 4.22).

Prvi investicioni fond u Srbiji Delta plus počeo je s radom 9. marta 2007. godine, svega dva mjeseca prije nego što je Beogradska berza počela svoj pad. Do kraja 2007. godine još pet fondova počelo je s radom, dok je u 2008. godini svoj rad počelo još četrnaest investicionih fondova.⁴⁷⁹

⁴⁷⁵ Beogradska berza (2008). *Godišnji izveštaj za 2007. godinu*, str. 25, www.belex.rs.

⁴⁷⁶ Beogradska berza (2008). *Godišnji izveštaj za 2007. godinu*, str. 11, www.belex.rs.

⁴⁷⁷ *Zakon o investicionim fondovima* (2006). www.crhov.rs.

⁴⁷⁸ *Zakon o dobrovoljnim penzionim fondovima i penzijskim planovima* (2005). www.nbs.rs.

⁴⁷⁹ Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2008). *Izveštaj o poslovanju Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na tržištu hartija od vrednosti u Republici Srbiji u 2007. godini*, str. 85-86, www.sec.gov.rs.

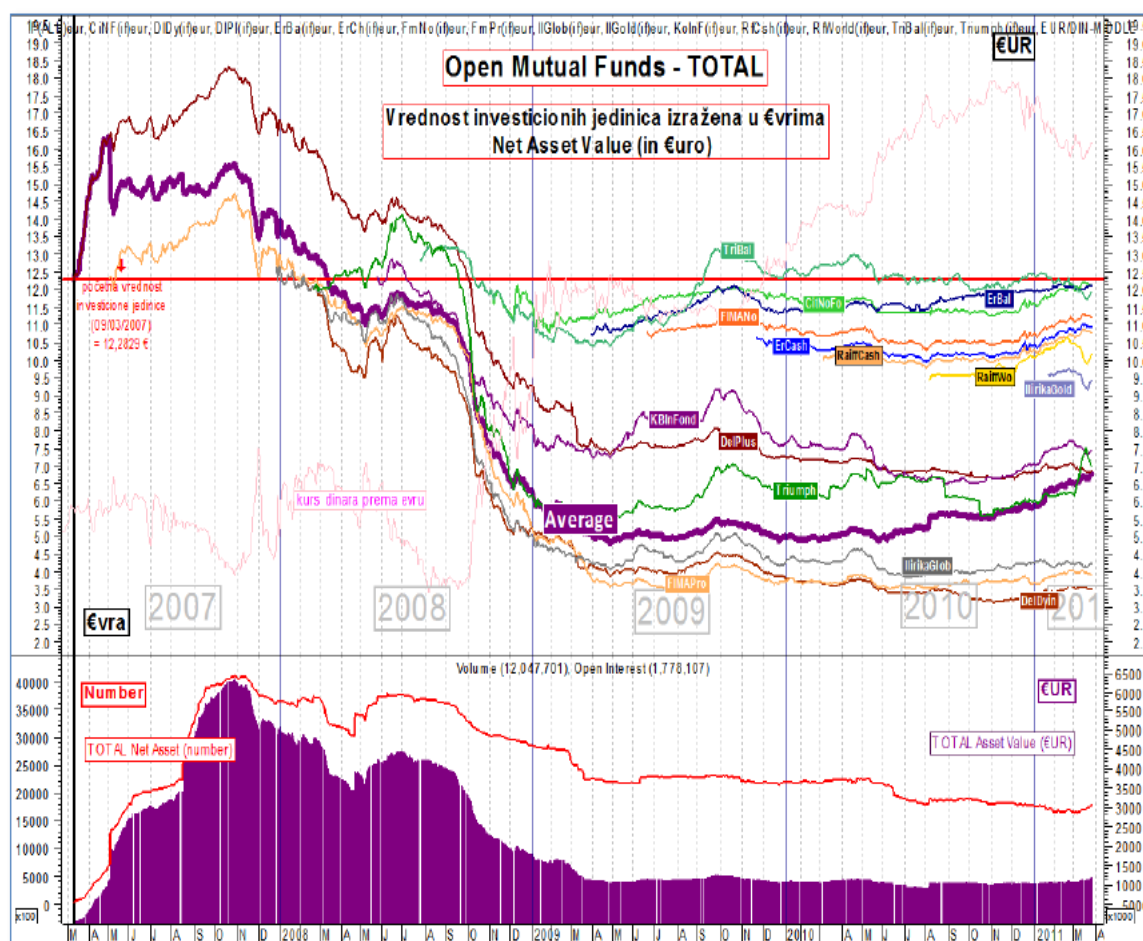
Tabela 4.22. Spisak društava za upravljanje investicionim fondovima u Srbiji

Datum dobijanja dozvole	Investicioni fond/društvo za upravljanje	Datum oduzimanja dozvole
29.12.2006.	Delta Investment	01.07.2011.
21.03.2007.	Fima Invest	
31.05.2007.	Raiffeisen Invest	
07.06.2007.	Fokus Invest	16.07.2009.
09.08.2007.	Hypo Investments	26.08.2010.
06.09.2007.	KD Investments	11.02.2010.
20.09.2007.	Iilirika DZU	
18.10.2007.	JUBMES Invest	07.07.2009.
25.10.2007.	Citadel Asset Management	13.09.2012.
06.12.2007.	Zepter Investments	16.04.2009.
24.01.2008.	AC Fondovi	16.01.2009.
31.01.2008.	Kombank Invest	
21.02.2008.	Atlas Asset Management	19.02.2009.
12.06.2008.	Rose Asset Management	26.02.2009.
24.07.2008.	Profondovi	12.03.2009.
22.08.2008.	Erste Invest	21.05.2013.
23.04.2009.	Triglav Invest	11.06.2010.
09.07.2009.	Evraizon Capital	23.02.2012.
12.11.2009.	Revelin Asset Management	11.12.2015.

Izvor: Komisija za hartije od vrednosti (22. mart 2016). www.sec.gov.rs.

U periodu kada je period visokog rasta berzanskih cijena već dostigao svoj vrhunac, poslije pet godina od početka berzansko trgovine akcijama, srpski investicioni fondovi počinju da investiraju u domaće akcije. Njihov izbor su najlikvidnije i najatraktivnije akcije na berzi i strani investitori koriste priliku da prodaju veće pakete akcija domaćim fondovima. Poslije kratkotrajnog perioda rasta vrijednosti investicione jedinice fondova u 2007. godini, dana 29. oktobra 2007. počinje pad vrijednosti neto investicione jedinice kod srpskih investicionih fondova i nijedan od postojećih fondova nije izbjegao taj trend (Grafikon 4.17). Pored pada berzanskih cijena, domaći investitori su imali i dodatni devizni rizik zbog činjenice da se štednja u Srbiji pretežno držala u evrima i da se svaki prinos u dinarima

uvijek preračunava u evre, tako da nisu imali strpljenja da sačekaju promjenu berzanskog trenda.



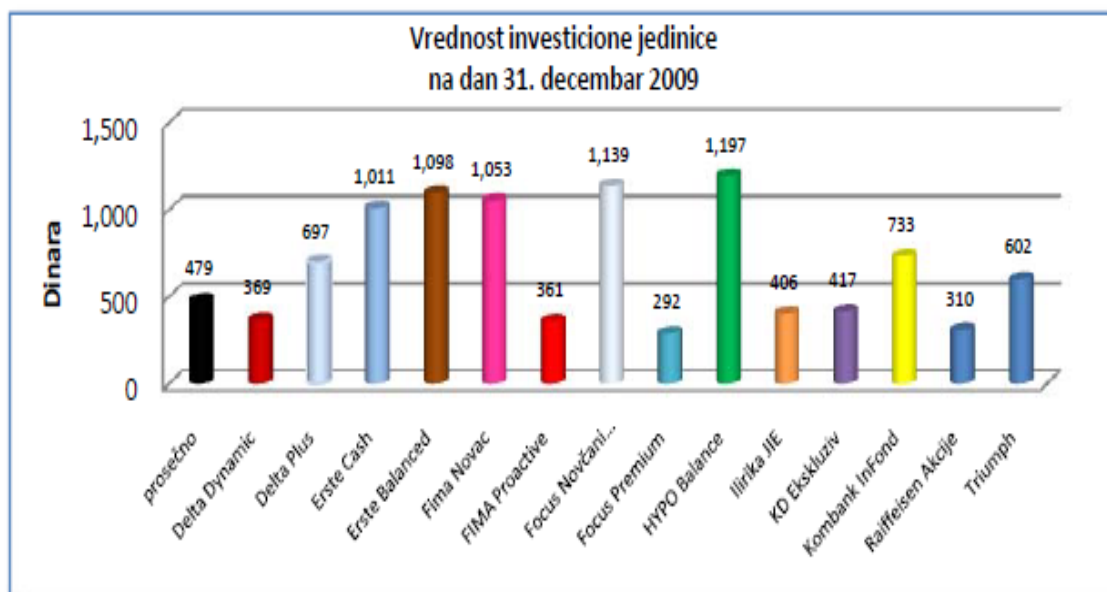
Grafikon 4.17. Kretanje vrijednosti investicione jedinice investicionih fondova u Srbiji (2007-2010)

Izvor: Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2008). *Izveštaj o poslovanju Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na tržištu hartija od vrednosti u Republici Srbiji u 2007. godini*, str.

151, www.sec.gov.rs

Period od kraja 2007. do 2010. godine predstavlja veoma težak period za srpske investicione fondove. Na dan 31.12.2009. godine samo je pet novčanih fondova imalo pozitivan prinos od osnivanja, dok su svi ostali bilježili velike gubitke, kako u pogledu

visine investicione jedinice tako i u pogledu povlačenja sredstava iz fonda (Grafikon 4.18, početna vrijednost investicione jedinice za sve fondove je bila 1.000,00 dinara).



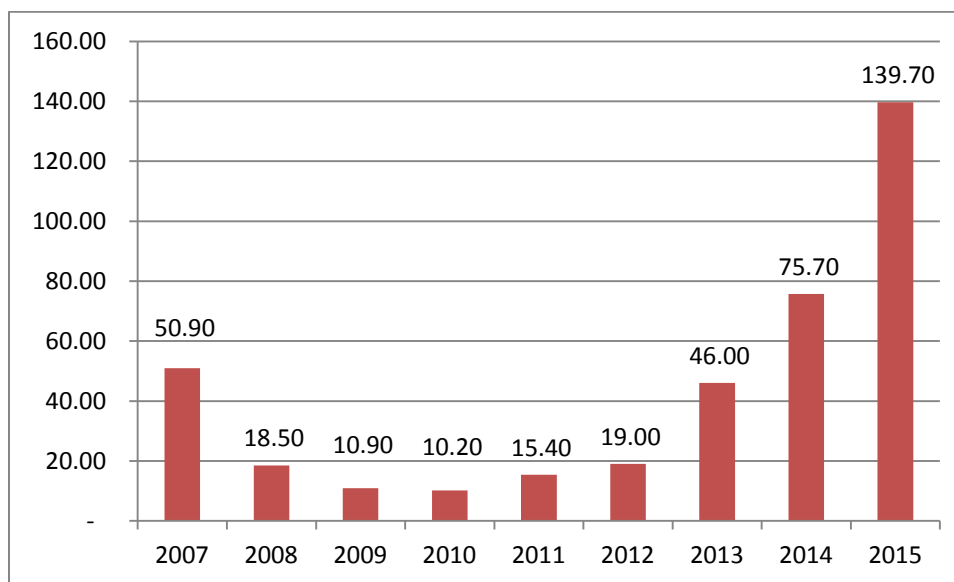
Grafikon 4.18. Vrijednosti investicionih jedinica investicionih fondova u Srbiji (2009. godina)

Izvor: Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2008). *Izveštaj o poslovanju Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na tržištu hartija od vrednosti u Republici Srbiji u 2007. godini*, str. 156, www.sec.gov.rs

Danas u Srbiji posluje dvanaest otvorenih i jedan zatvoreni investicioni fond, od kojih svega pet fondova može da ulaže u akcije u našoj zemlji (ostali su novčani fondovi ili ulažu u inostranstvo). Ukupna vrijednost imovine svih investicionih fondova u Srbiji krajem 2015. godine iznosi 139,7 miliona evra, što je posljedica velikog rasta investiranja u novčane fondove od 2013. godine (Grafikon 4.19).⁴⁸⁰ Od ukupne imovine u investicionim fondovima 92,4% se nalazi u novčanim fondovima, 6,57% u balansiranim i svega 1,03% u

⁴⁸⁰ Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2016). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti i kretanjima na tržištu kapitala u periodu: januar-decembar 2015. godine*, str. 105-107.

akcijskim fondovima.⁴⁸¹ Kao pokazatelj niskog nivoa razvijenosti ovog segmenta finansijskog tržišta u Srbiji može da posluži podatak da je u Hrvatskoj krajem 2014. godine poslovalo 49 investicionih fondova sa ukupnom neto vrijednošću imovine od 2,0 milijarde evra.⁴⁸²



Grafikon 4.19. Ukupna neto vrijednost imovine investicionih fondova u Srbiji u milionima evra (2007-2015. godina)

izvor: Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije, www.sec.gov.rs

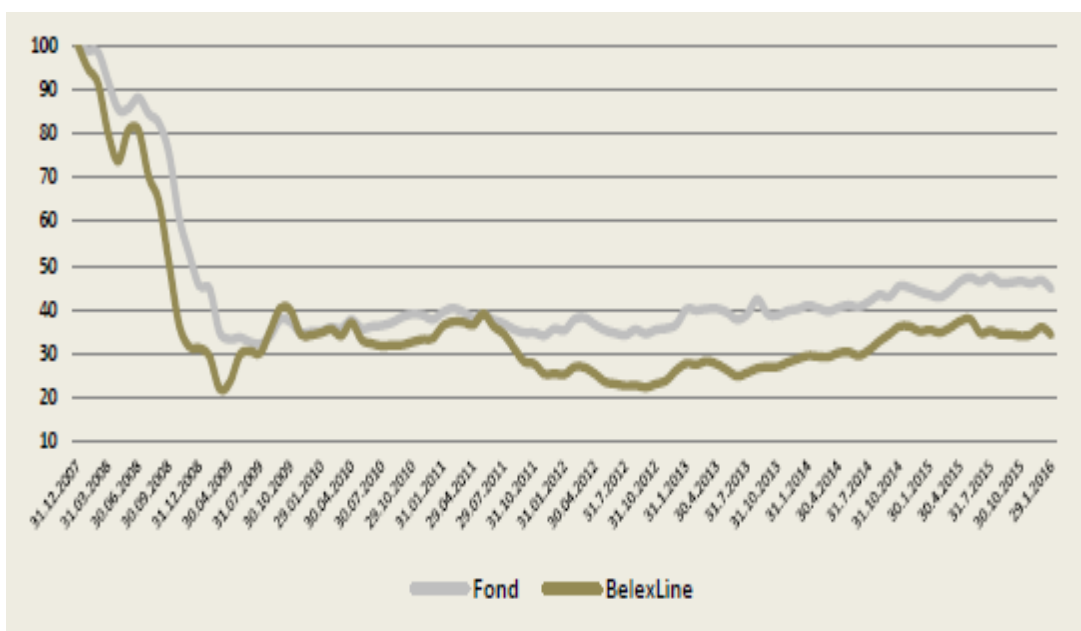
Najveći pad neto imovine desio se u trećem i četvrtom kvartalu 2008. godine, kada je iz investicionih fondova povučeno ukupno 26 miliona evra pod pritiskom berzanske krize u Srbiji i globalne finansijske krize. Veliki rast imovine u investicionim fondovima od 2012. godine posljedica je rasta investicija u novčane i balansirane fondove (jedan od razloga za veće ulaganje u fondove jesu i niske kamatne stope na štednju u bankama), pri čemu najveći dio imovine odlazi na tri investiciona fonda kojima upravlja Rajfajzen banka, koji zajedno imaju 91,1% od ukupne imovine investicionih fondova u Srbiji.⁴⁸³

⁴⁸¹ Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2016). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti i kretanjima na tržištu kapitala u periodu: januar-decembar 2015. godine*, str. 108.

⁴⁸² Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga (2015). *Godišnje izvješće 2014*, str. 50-53.

⁴⁸³ Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2016). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti i kretanjima na tržištu kapitala u periodu: januar – decembar 2015. godine*, str. 109.

Kretanje vrijednosti investicione jedinice investicionog fonda FIMA ProActive predstavlja šablon koji su pratili i ostali investicioni fondovi, koji još uvijek posluju na srpskom tržištu kapitala i koji se nisu preorijentisali na inostrana tržišta ili novčano tržište u Srbiji. U posmatranom periodu (Grafikon 4.20) ovaj fond je ostvario gubitak od 54,3%, dok je BELEXline u istom periodu izgubio 73,0%. Na limitiranom tržištu akcija, kakvo je srpsko, lokalni institucionalni investitori ne mogu da ostvare značajnije bolje rezultate, pogotovo što ne mogu da dođu do vlasničkih udjela koji bi im garantovali mjesto u upravi kompanija i tako utiču na poslovne odluke. U portfoliju ovog fonda na dan 31.12.2015. godine nalaze se samo akcije sa Beogradske berze, a najveće učešće u portfoliju imaju Galenika Fitofarmacija Beograd sa 9,47%, Aerodrom “Nikola Tesla“ sa 8,66%, Jedinstvo Sevojno 7,46% i Komercijalna banka a.d. Beograd 5,96%.⁴⁸⁴



Grafikon 4.20. Relativni mjesečni rezultat investicionog fonda FIMA ProActive u odnosu na BELEXline (2007-2016. godine)

Izvor: FIMA Invest (23. maj 2016). www.fimainvest.com

⁴⁸⁴ FIMA Invest (23. maj 2016). *Prospekt Otvorenog investicionog fonda FIMA ProActive*, www.fimainvest.com.

Dobrovoljni penzionirani fondovi prvi put su predstavljeni u Srbiji 2006. godine zahvaljujući Zakonu o dobrovoljnim penzioniranim fondovima i penzijskim planovima.⁴⁸⁵ Krajem 2007. godine u Srbiji je poslovalo sedam društava za upravljanje penzioniranim fondovima (Delta đenerali, Rajfajzen fjućr [*Raiffeisen Future*], Garant penzijsko društvo, DDOR Penzija plus, Dunav, NLB Nova penzija, Triglav penzija), koji su uložili 22,44% svoje imovine u akcije na Beogradskoj berzi u 2007. godini, što je činilo 1,72% od ukupnog prometa na berzi.⁴⁸⁶ I ovi investitori su se suoćili sa drastićnim padom cijena akcija, pa su veoma brzo smanjivali svoju izloženost u akcijama i kupovali obveznice i druge državne hartije od vrijednosti. U 2008. godini broj fondova koji su investirali 6,3% svog portfelja u akcije na Beogradskoj berzi popeo se na devet, i učestvovali su sa 2,19% prometa u posljednjem kvartalu 2008.⁴⁸⁷ Sličan trend nastavljen je i u 2009. godini – na tržište akcija ovi fondovi su investirali 7,2% svog portfelja i učestvovali u 0,83% prometa berze u ćetvrtom kvartalu 2009. godine.⁴⁸⁸ Na kraju 2015. godine u Srbiji je postojalo sedam penzioniranih fondova koji su upravljali imovinom od 235 miliona evra.

FONDex je indeks koji prati vrijednosti investicionih jedinica svih dobrovoljnih penzioniranih fondova registrovanih u Srbiji i on je u periodu finansijske krize, od 15. novembra 2006. godine, kada je počeo da se izraćunava, do 31.12.2010. godine bilježio prosjećan godišnji rast od 8,3%.⁴⁸⁹ Ipak, i ovaj indeks je imao negativnu vrijednost u 2008. godini zbog pada berzanskih cijena i od tada je ućešće akcija u ukupnom portfelju penzioniranih fondova na veoma niskom nivou (Grafikon 4.21). Može se zaključiti da je vrijednost FONDex-a počela da raste kada se smanjilo ućešće akcija u ukupnom portfelju i da je takva odluka menadžera penzioniranih fondova bila ispravna, ali je takav pristup Beogradsku berzu ostavio bez potencijalno najvećih i najstabilnijih lokalnih investitora.

⁴⁸⁵ *Zakon o dobrovoljnim penzioniranim fondovima i penzijskim planovima* (2006). www.nbs.rs.

⁴⁸⁶ Narodna banka Srbije (2008). *Sektor dobrovoljnih penzijskih fondova: Izveštaj za ćetvrti kvartal 2007. godine*, str. 6, 11-12.

⁴⁸⁷ Narodna banka Srbije (2009). *Sektor dobrovoljnih penzijskih fondova: Izveštaj za ćetvrti kvartal 2008. godine*, str. 7, 9-11.

⁴⁸⁸ Narodna banka Srbije (2010). *Sektor dobrovoljnih penzijskih fondova: Izveštaj za ćetvrti kvartal 2009. godine*, str. 13-14.

⁴⁸⁹ Narodna banka Srbije (2010). *Sektor dobrovoljnih penzijskih fondova: Izveštaj za ćetvrti kvartal 2009. godine*, str. 20.

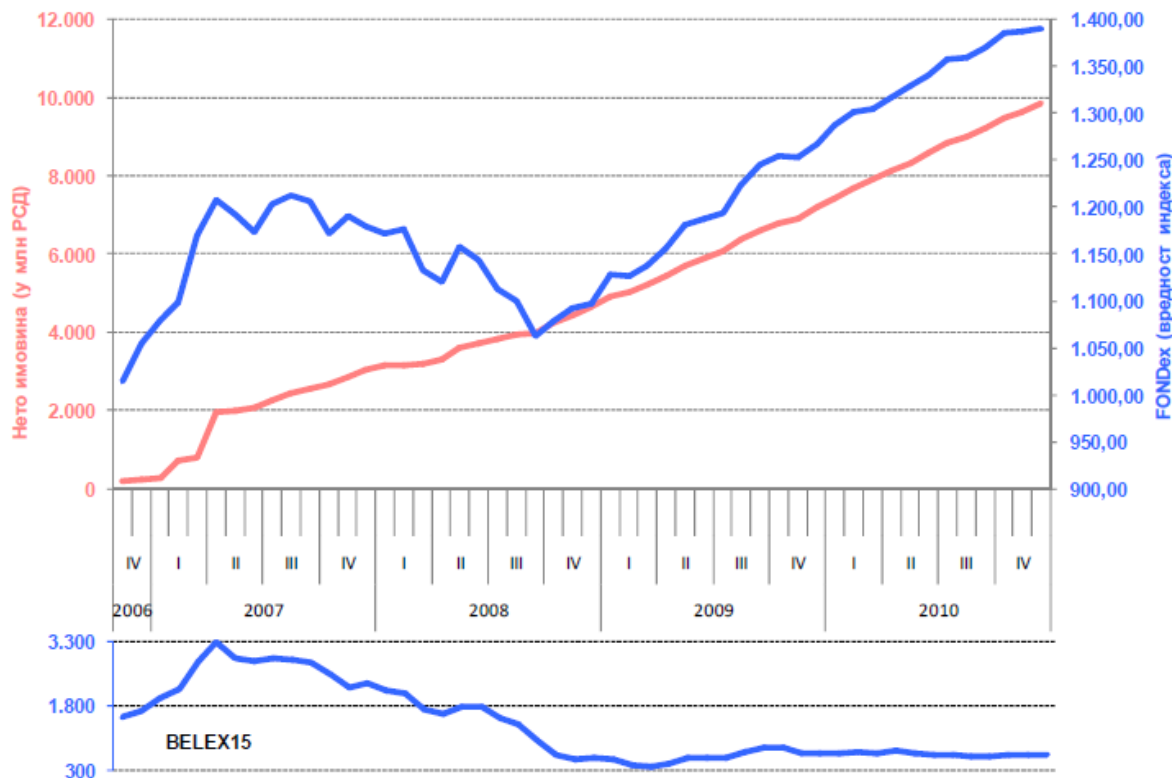


Grafikon 4.21. Učešće akcija u portfelju penzionih fondova i godišnja promjena FONDEX (2007-2015. godina)

Izvor: Narodna banka Srbije (2010). *Sektor dobrovoljnih penzijskih fondova: Izveštaj za četvrti kvartal 2007-2015. godine*, www.nbs.rs

Poslije smanjivanja neto imovine penzionih fondova u 2007. godini, investiranje u fondove nastavilo je da raste od četvrtog kvartala 2008. godine, kao i visina vrijednosti FONDEX, koji je ostvario stabilan i konstantan rast, dok je BELEX15 u tom periodu stagnirao (Grafikon 4.22). Može se reći da godišnji rast koji je u prosjeku ostvario FONDEX od 10,1% predstavlja realan prinos na nerizičan portfelj na srpskom finansijskom tržištu (izraženo u dinarima). Struktura portfolija dobrovoljnih penzionih fondova na kraju 2015. godine sastavljena je od 82,8% investicija u državne dužničke hartije od vrijednosti, 12,7% su oročena sredstva u bankama i kastodi računima, dok je svega 4,1% uloženo u akcije. Ako ovaj procenat učešća akcija u ukupnom portfelju penzionih fondova uporedimo sa prosjekom u zemljama članicama Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj, koji iznosi 44%, jasno je gdje je jedan od razloga niskog nivoa razvoja srpskog tržišta kapitala, pošto

je učešće jednog od najvećih učesnika na globalnom finansijskom tržištu – penzionih fondova – u Srbiji na izuzetno niskom nivou.



Grafikon 4.22. Kretanje vrijednosti neto imovine dobrovoljnih penzionih fondova, FONDEX, BELEX15 (2006-2010. godine)

Izvor: Narodna banka Srbije (2011). *Sektor dobrovoljnih penzijskih fondova: Izveštaj za četvrti kvartal 2010. godine*, str. 4

Veliku ulogu u privlačenju domaćih investitora za berzansko investiranje tokom 2007. godine imali su i mediji, koji su, zahvaljujući vijestima o visokim stopama prinosa, počeli da pišu o investiranju na berzi kao atraktivnoj alternativni štednji. Naslovi u medijima uglavnom su bili lišeni ozbiljnije analize i svodili su se na informacije o ostvarenom prometu i promjenama cijena, bez kvalitetnog i analitičkog pristupa berzanskoj trgovini i potencijalnim prednostima i rizicima investiranja, ali su ipak skrenuli pažnju na Beogradsku berzu, što se nije pokazalo kao najsrećnija okolnost, imajući u obzir nastupajuću krizu.

Mali domaći investitori, koji najčešće nisu imali veliko berzansko iskustvo već su slijedili ili preporuke brokera ili su ulagali u najveće kompanije i banke, nisu poštovali jedno od najvažnijih pravila – “ne slijedi krdo, možda ide u klanicu“ (engl. *Don't follow the herd, it may be heading to the slaughterhouse*).⁴⁹⁰ Najpoznatiji svjetski berzanski investitor Voren Bafet je rekao: “Mnogi ljudi postaju zainteresovani za akcije tek kada se i svi ostali zainteresuju. Pravo vrijeme za interesovanje je kad to nikoga ne zanima. Ne možete da kupite ono što je popularno i da zaradite“.⁴⁹¹ Nije postojalo nikakvo predznanje o berzanskoj trgovini, ne samo kod malih investitora već i kod malih akcionara, koji nisu znali da njihove akcije mogu značajno da porastu. U svemu tome, značajnu negativnu ulogu odigrale su i brokerske kuće, koje su u najvećem broju slučajeva osnivane da bi svojim vlasnicima dali pristup informacijama i putem insajderske trgovine ostvarile profit. Takođe, najčešće su bile veoma loše osposobljene, bez zaposlenih analitičara i s minimalnim brojem zaposlenih brokera. U takvom ambijentu domaća fizička lica nisu imala kako da se informišu ili da nauče o rizicima i mogućnostima koje imaju i zato će proći mnogo vremena prije nego što se to povjerenje vrati.

Srbija je prošla kroz najlošiji scenario koje jedno tržište u razvoju može da doživi. Ključni igrači za stabilnost i likvidnost jednog tržišta kapitala – domaći institucionalni i mali investitori, ušli su kasno na tržište, kada su cijene već dostigle nivo balona, da bi s pojavom krize panično reagovali na silazni trend akcija, obarajući cijene u pokušajima da izvuku bilo koju sumu novca. Strani investitori su se povukli na svoja matična tržišta, gdje su imali različite mogućnosti da se odbrane od uticaja krize, ali domaći investitori nisu imali rezervni plan. Pri tome, investitori koji su tražili skrivene berzanske “dijamante“ ostali su sa zarobljenom aktivom u nelikvidnim akcijama u kojima ništa ne mogu da promjene, za razliku od onih koji su ulagali u veće srpske kompanije, gdje su makar imali mogućnost da izvuku dio uloženog novca.

⁴⁹⁰ Kapur, A. (2002). *Investing in Asian equities*, in: Jenks P. & Eckett S. (eds). *The Global-Investor Book of Investing Rules: Invaluable Advice from 150 Master Investors*, Financial Time Prentice Hall, New Jersey SAD, str. 222.

⁴⁹¹ MarketWatch (2015). *The Genius of Warren Buffet in 23 quotes*, www.marketwatch.com.

Veoma loše su prošli domaći investicioni fondovi, a trebalo je da budu temelj domaće tražnje za akcijama. Budući da su u najvećem broju osnovani u periodu 2007-2008. godine, oni su bili nedovoljno likvidni da izdrže kolaps koji je stizao, prestale su da im stižu nove uplate, postojeći investitori su tražili podizanje uloženog novca, a pad cijena je smanjio i njihovu neto vrijednost imovine, tako da su i prihodi društava za upravljanje počeli drastično da se smanjuju. Sada se aktivnosti domaćih institucionalnih investitora sve više prebacuje na likvidna inostrana tržišta, ostavljajući Beogradsku berzu s malim prometima i veoma niskom likvidnošću.

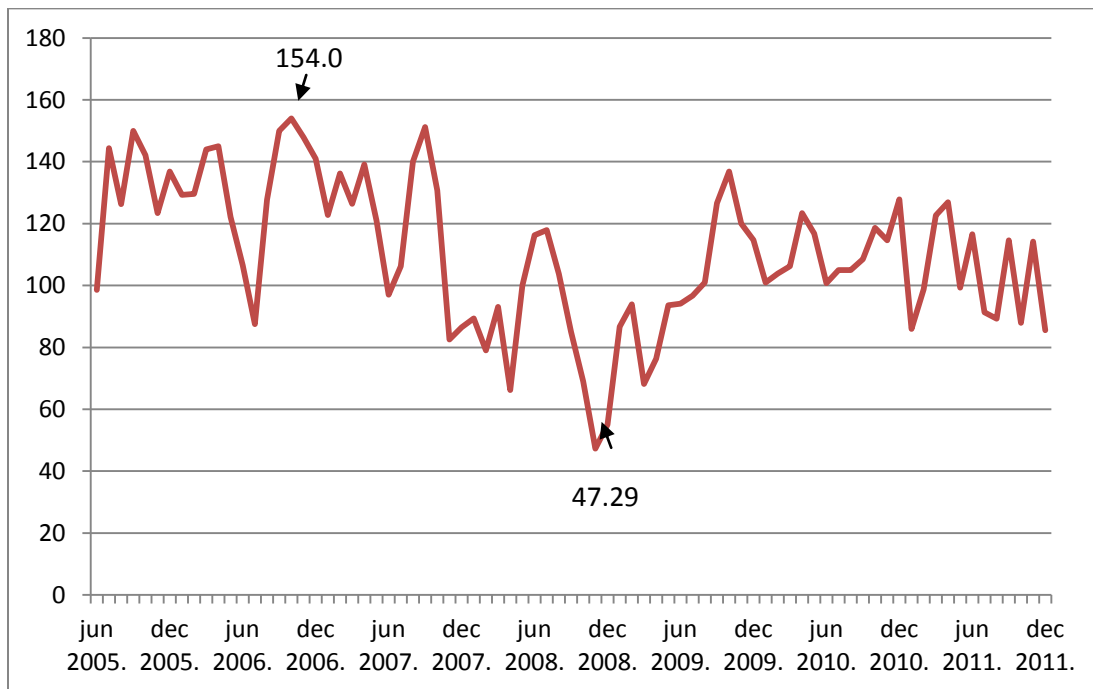
BELEXsentiment je indikator koji je Beogradska berza uvela u junu 2005. godine i koji predstavlja “pokazatelj očekivanja relevantnih tržišnih učesnika u pogledu trenda tržišnih kretanja u narednom mesecu”.⁴⁹² Dobija se kao ponderisani prosjek glasova odabranih učesnika i ravnotežna vrijednost iznosi 100 i, ukoliko je manja od te vrijednosti očekuju se negativna kretanja na tržištu, a ukoliko je iznad 100 očekuje se pozitivan smjer.⁴⁹³ Ovaj indeks formiran je glasanjem brokera i u početku nije shvatan baš previše ozbiljno, ali ipak čudi da su u uslovima kada je hipotekarna kriza iz Sjedinjenih Američkih Država postala već globalni problem, domaći finansijski eksperti i dalje očekivali rast tržišta (u avgustu, septembru i oktobru 2007. godine ovaj indeks je imao respektivne vrijednosti od 140,00, 151,26 i 130,71).⁴⁹⁴ Već krajem 2007. godine optimizam nestaje među berzanskim učesnicima prije svega zbog unutrašnje političke situacije u Srbiji (pad Vlade Republike Srbije, vanredni parlamentarni izbori, priznavanje Kosova), da bi poslije neargumentovanog optimizma tokom ljetnjih mjeseci 2008. godine svi postali svjesni dubine kraha koji nailazi i u novembru je BELEXsentiment dodirnuo svoju najnižu tačku od 47,29 poena (Grafikon 4.23). Očito da lokalni berzanski igrači nisu bili spremni na ovako dugotrajan negativan trend iz 2007-2008. godine, tako da su nastavili s pesimističkim stavom do sredine 2009. godine, kada je ovaj pokazatelj, a u čije su se formiranje uključili i portfolio menadžeri investicionih i penzionih fondova, izašao u

⁴⁹² *Beogradska berza* (24. maj 2016). www.belex.rs.

⁴⁹³ *Beogradska berza* (24. maj 2016). www.belex.rs.

⁴⁹⁴ *Beogradska berza* (24. maj 2016). www.belex.rs.

pozitivnu zonu zahvaljujući sagledavanju oporavka na razvijenim berzama u zemljama Zapadne Evrope i Sjedinjenim Američkim Državama.



Grafikon 4.23. Kretanje vrijednosti BELEXsentiment (jun 2005. – decembar 2011. godine)

Izvor: *Beogradska berza* (20. april 2016). www.belex.rs

Postoji više faktora koji su doveli do smanjene likvidnosti na srpskoj berzi u periodu od 2008. do 2016. godine:

- smanjenje broja hartija od vrijednosti kojima se trgovalo na Beogradskoj berzi;
- povlačenje stranih i domaćih investitora;
- koncentrisanje vlasništva u srpskim kompanijama koje je dovelo do povlačenja sa listinga Beogradske berze i smanjene dostupne količine akcija u berzanskoj trgovini (engl. *free float*);
- nedostatak javnih informacija o listiranim kompanijama;
- izostanak listiranja novih privatnih kompanija na Beogradskoj berzi putem inicijalnih javnih ponuda;

- izostanak listiranja kompanija u državnom vlasništvu, kao način utvrđivanja tržišne vrijednosti kompanija u slučaju prodaje strateškom partneru, itd.

Bez likvidnosti, nijedno tržište kapitala ne može da postoji. Onda ono postaje mjesto na kojem se trguje insajderskim informacijama, gdje brokeri vladaju tržištem, na kojem menadžeri kompanija ucjenjuju male akcionare. Ukupan berzanski promet na Beogradskoj berzi bio je u padu 2003-2004. godine, prije svega zbog nestajanja trgovine kratkoročnim dužničkim hartijama od vrijednosti. Od 2005. godine, kada broj listiranih kompanija počinje značajno da raste, kao i berzanske cijene, promet se 3,5 puta povećao. Međutim, od 2007. godine, kada prvo domaća politička nestabilnost i smanjena likvidnost preokrenu rast prometa, a globalna kriza dodatno pojača te efekte, promet počinje da nestaje sa berze. Za četiri godine, od 2007. kada je ukupan promet na berzi iznosio više od 2 milijarde evra, on se spustio na svega 222 miliona u 2010. godini, odnosno jednu desetinu maksimalnog godišnjeg prometa. Ovaj pad prometa bio je rezultat smanjene likvidnosti i interesovanja za ulaganje od strane stranih i domaćih ulagača, koji je prepolovio broj berzanskih posrednika i značajno otežao funkcionisanje berze.

Analiza prometa akcijama na Beogradskoj berzi daje isti zaključak, budući da se učešće prometa akcijama u ukupnom prometu od 2005. godine kreće u rasponu od 76 do 95%. Eksplozivni rast prometa akcijama došao je sa rastom broja listiranih kompanija i banaka i bio je podržan visokim rastom cijena u godinama prije krize. S pojavom krize promet je jednostavno ispario, budući da su mali investitori pokušavali da izvuku bilo koju sumu novca za svoj ulog, a veliki investitori nisu imali kome da prodaju svoje značajne udjele u kompanijama ili bankama. Činjenica da je promet iz 2010. godine činio samo deseti dio prometa u 2007. godini (tačnije 9,6%) potvrđuje kakvu je berzansku pustoš ostavila ova kriza. Oporavak se nije desio ni kada je prošla dužnička kriza u Evropi, ni sa listiranjem novih velikih kompanija. Čekanje na pojavu Telekoma ili drugih državnih kompanija na berzi čini se kao iluzija jer ne postoji politički interes za takvu odluku, koliko god bila neminovna. Nevjerovatno izgleda činjenica da je promet akcijama u 2015. godini

od 141 milion evra za svega 22,6%, odnosno 26 miliona evra veći nego promet u 2002. godini, kada je u Srbiji tek počela trgovina akcijama.

Pad tržišne kapitalizacije Beogradske berze bio je neminovan u situaciji kada cijene akcija gube velike procenete svoje vrijednosti u dužem vremenskom periodu. Ipak, ovaj pad nije bio drastičan kao pad prometa, budući da je veliki broj kompanija koje su listirane na našoj berzi i koje su zabilježile i minimalan promet u periodu od godine dana, ušao u obračun ovog parametra (berze koje imaju manje listiranih kompanija koje ulaze u obračun mogu da osjete veće promjene u uslovima ovakvih kriza). Ako posmatramo gubitak tržišne kapitalizacije akcija koje su ulazile u sastav korpe BELEX15 na dan 31.12.2006. godine i grupe najvećih srpskih kompanija, možemo da vidimo da je gubitak njihove kapitalizacije bio veći nego što je bio slučaj s tržišnom kapitalizacijom cijele berze. Upravo veliki broj listiranih kompanija koje nisu imale značajan promet učinio je promjenu kapitalizacije berze sporijom i manje intenzivnom (Tabela 4.23).

Tabela 4.23. Promjena tržišne kapitalizacije na Beogradskoj berzi

Period	Promjena tržišne kapitalizacije Beogradske berze	Promjena tržišne kapitalizacije kompanija iz sastava korpe BELEX15 na 31.12.2006.	Promjena tržišne kapitalizacije 15 kompanija s tržišnom kapitalizacijom većom od 100 mil evra na 31.12.2007. ⁴⁹⁵
2007-2008.	-47,05%	-76,65%	-76,66%
2007-2010.	-55,33%	-66,18%	-74,90%
2007-2011.	-60,35%	-75,08%	-81,46%

Izvor: *Beogradska berza* (14. maj 2016). www.belex.rs.

Velike kompanije, koje su krajem 2007. godine imale tržišnu kapitalizacije veću od 100 miliona evra, većinom su bile i u sastavu BELEX15, i to su bile kompanije u koje su

⁴⁹⁵Sledeće kompanije i banke su imale tržišnu kapitalizaciju veću od 100 miliona evra na 31. decembar 2007. godine: Agrobanka, AIK banka, Bambi Banat, Čačanska banka, Dijamant, Enegroprojekt Holding, Imlek, JUBMES banka, Komercijalna banka, Messer Tehnogas, Metals (Razvojna) banka, Privredna banka, Sojaprotein, Univerzal banka, Velefarm.

pretežno investirali strani investitori. Sa eskalacijom krize u 2008. godini ove kompanije su pretrpjele znatno veći gubitak u odnosu na prosjek za Beogradsku berzu, budući da su one na početku krize zadržale određeni nivo likvidnosti, koji su stranci iskoristili da prodaju svoje akcije. Berzansko tržište Srbije postalo je u uslovima krize tržište kupaca, koji su diktirali uslove, posebno kod kupovine većih paketa akcija. Posebno su na udaru bile akcije banaka, koje su predstavljale najinteresantnije akcije na Beogradskoj berzi. Listirane na berzi skoro prinudno, zbog zakonske obaveze za sva akcionarska društva, imale su svoje zlatno doba 2004-2007. godine, kada su cijene išle u nebo, a upisivano je od 5-10 više sredstava za njihove dokapitalizacije, bez obzira na ekonomske performanse ili poslovne rezultate. One su bile veoma atraktivne stranim investitorima pošto su imale veliki slobodan broj akcija i likvidnost i zato je i njihov pad bio veći od prosjeka berze (za period 2007-2008. godine pad je iznosio od 67% kod JUBMES banke, do 88% kod Privredne banke Beograd i Metals banke Novi Sad).

Sama finansijska kriza nije imala veliki uticaj na smanjenje broja listiranih kompanija na Beogradskoj berzi, pošto su glavni razlozi za povlačenje sa berze bili stečaj ili promjena pravne forme kompanije. Pretvaranje akcionarskih društava u društva sa ograničenom odgovornošću karakteristika je srpskog tržišta kapitala pošto je praksa u razvijenim zemljama da kompanije koje su bile u privatnom vlasništvu postaju javna preduzeća, što je sledeći korak naprijed u poslovanju. U Srbiji to nije slučaj i tzv. "zatvaranje" kompanija proizlazi iz želje većinskih vlasnika za potpunom kontrolom nad firmom i izbjegavanja objavljivanja poslovnih podataka široj javnosti. Ovakvo stanje nije iznenađenje, kada se pogleda istorija tržišta akcija u Srbiji i nametnuto listiranje svim privatizovanim preduzećima, koja nisu došla na berzu zbog potrebe već silom prilika. Takođe, slabo poznavanje prednosti akcionarstva i listiranja na berzi, koja nudi i mogućnost novih emisija akcija putem inicijalnih javnih ponuda, ostaje jedan od glavnih problema za brži razvoj organizovanog tržišta akcija.

Drastičan pad berzanskih indeksa na Beogradskoj berzi, pri čemu su najveći pad imale cijene akcija velikih kompanija i banaka, predstavlja glavni pokazatelj kod mjerenja

dubine finansijske krize u Srbiji. Gubitak vrijednosti indeksa BELEXfm od -83,2% i BELEX15 od -89,6% od svojih maksimalnih vrijednosti u 2007. godini do minimalnih u maju 2009. godine, predstavlja neke od najvećih svjetskih gubitaka tokom 2008. godine. Ako posmatramo samo 2008. godinu, Beogradska berza je imala pad od -75,62%, najveći u regionu poslije Sofije sa -79,71%, dok su ostale berze bile u rasponu od 53%-74% (-60,78% iznosio je pad indeksa Banjalučke berze, -72,92% Makedonske berze, -74,16% Montenegro berze, -66,09% Ljubljanske berze, -67,12% Zagrebačke berze, -53,34% Budimpeštanske berze i -69,60% berze u Bukureštu).

Glavni svjetski indeksi imali su u 2008. godini značajne gubitke, nijedna berza nije ostala pošteđena: Dau Džons indeks industrijskog prosjeka -30,7%, NASDAQ -44,8%, Indeks Njemačke berze (DAX) -39,5%, Indeks Londonske berze akcije (FTSE) 100 -30,9%, Pariz -42,70%, Mumbai -51,9%, Singapur -49,2%, Sidnej -41,3%, Hong Kong -48,3%, Šangaj -65,2% i Tokio -42,1%.⁴⁹⁶

Kumulativna promjena od vrha do dna tržišta u periodu 2007-2009. godine dovela je do pada od 53,9% za DJIA i -54,9% za NASDAQ.⁴⁹⁷ Najveći pad indeksa Njemačke berze u periodu 2007-2009. godine iznosio je 54,89%,⁴⁹⁸ dok je indeks Londonske berze akcija za period 2007-2009. godine ostvario maksimalan pad vrijednosti od -47,04%.⁴⁹⁹

Kriza je izazvala mnogo veći berzanski pad u zemljama Centralne i Istočne Evrope nego na najrazvijenijim berzama. Berze u Sjedinjenim Američkim Državama, gdje je hipotekarna kriza i stvorena, imale su značajan, ali opet manji pad nego tržišta zemalja u tranziciji u Centralnoj i Istočnoj Evropi i na Balkanu, a posebno u odnosu na Srbiju.

Smanjivanje broja berzanskih posrednika direktna je posljedica smanjenog berzanskog prometa izazvanog krizom. Broj članova Beogradske berze, koji je 2007. godine iznosio 88

⁴⁹⁶ *BBC News* (2008). Record stock market falls in 2008, www.news.bbc.co.uk.

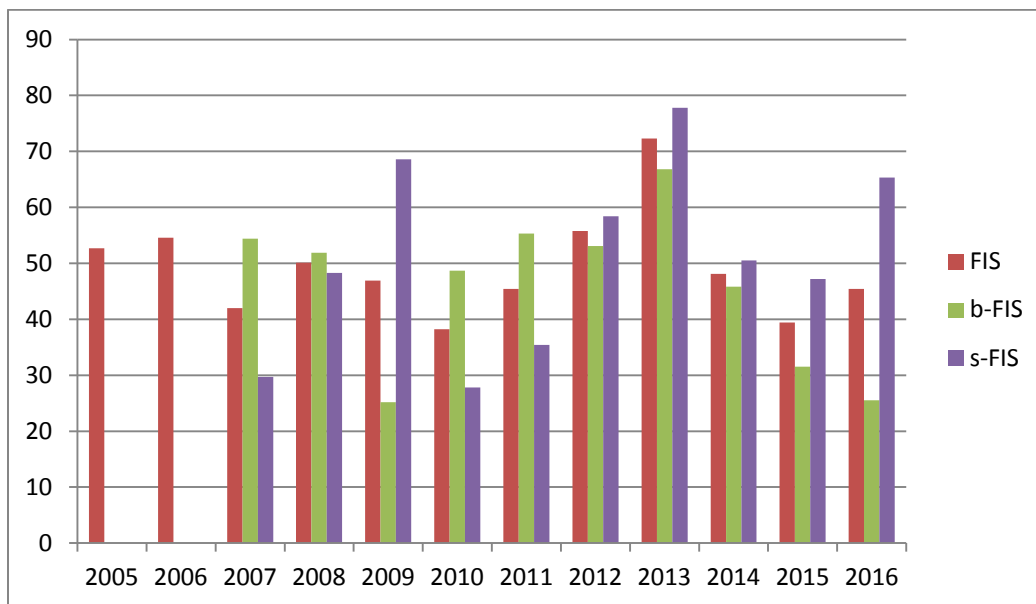
⁴⁹⁷ *NYSE* (28. april 2016). www.nyse.com, *NASDAQ* (28. april 2016). www.nasdaq.com.

⁴⁹⁸ *Deutsche Boerse* (28. april 2016). www.deutsche-boerse.com.

⁴⁹⁹ *London Stock Exchange* (28. april 2016). www.londonstockexchange.com.

društava, na kraju 2007. iznosio je 58, a 2015. godine ukupno 37 brokera, od kojih su 12 ovlašćene banke, a svega dvije imaju strane vlasnike.

Povlačenje stranih investitora sa berze bilo je u direktnoj korelaciji sa razvojem globalne finansijske krize. Suočeni s velikom korekcijom cijena širom svijeta, povlačenje sa mikrotržišta kakvo je bila Srbija ovim investitorima bilo je prioritet jer su znali da nemaju mnogo vremena prije nego što se panika proširi. Bez obzira na to da li su dolazili iz Skandinavije, Sjedinjenih Američkih Država, Slovenije ili Hrvatske, za investitore iz ovih zemalja karakteristično je da su kupovali srpske akcije već od samih početaka trgovine akcijama, još od 2002. godine (iako se zvanično učešće stranih investitora u berzanskom prometu računa od 2005. godine). Od 2005. godine imamo egzaktne podatke o prilivu stranih portfolio investicija na Beogradsku berzu, koji imaju više od polovine prometa u periodu najvećeg rasta od 2005. do 2007. godine. Već u drugoj polovini 2007. godine, a pogotovo u 2008-2009. godini, značajno raste prodajna aktivnost ovih investitora i njihovo povlačenje sa srpskog tržišta kapitala (Grafikon 4.24). Zahvaljujući tome što su akcije srpskih kompanija i banaka kupovali kad su bile i po nekoliko stotina procenata jeftinije nego kada je kriza počela, oni su mogli sebi da priušte prodaju sa niskim cijenama kad je krenula kriza, često i mnogo nižom cenom od tržišne zbog velikih paketa koje su nudili na prodaju. Njihovim izvlačenjem sa Beogradske berze ostavljen je prazan prostor koji malobrojni i nedovoljno kapitalizovani domaći ulagači nisu mogli da pokriju i krah je bio neminovan.



Grafikon 4.24. Kretanje učešća stranih investitora u prometu akcija (2005-2016. godina)

Izvor: *Beogradska berza* (24. maj 2016). www.belex.rs

Domaći investitori su platili veliku cijenu krize koja je u Srbiji počela 2007. godine, nezavisno od toga da li je riječ o institucionalnim ili malim, privatnim ulagačima. Strah i odbojnost prema berzi u periodu velikog rasta 2002-2006. godine, pretvorio se u pravu pomamu u drugoj polovini 2007. godini, kada su poznati slučajevi da su fizička lica prodavala nekretnine da bi učestvovali u dokapitalizacijama banaka. Ali, već previše naduvani berzanski balon u Srbiji bio je načet političkim problemima početkom 2007. godine, da bi se negativni berzanski trend ubrzao s najavama globalne krize 2007. i nastavio se do 2010. godine. Investitori bez previše iskustva i znanja kupovali su akcije bez analize i na osnovu preporuka brokera ili savjetnika, očekujući brzu i visoku stopu profita. Kada je tržište počelo da pada nisu bili spremni da prihvate gubitak i izađu sa tržišta, kao što su to uradili strani ulagači. Gubitak vrijednosti dinara u odnosu na evro takođe je predstavljao dodatni problem kod investiranja na berzi (koje je, naravno, nominovano u dinarima, osim u slučaju obveznica stare devizne štednje koje su bile nominovane u evrima) i očekivanja investitora od berzanskog profita uvijek su se zasnivala na većoj profitnoj stopi od prinosa na deviznu štednju. Ostavljeni sa akcijama kompanija ili banaka koje tek sada imaju realnu vrijednost, fizička lica koja su investirala na Beogradskoj berzi

pomirila su se sa gubicima, ali i dalje imaju te akcije u portfelju, čekajući da se jednog dana pojavi budući većinski vlasnik koji bi otkupio njihove akcije. Novih domaćih investitora među fizičkim licima na Beogradskoj berzi je veoma malo i tu bazu jedino može ponovo da podigne neka velika inicijalna javna ponuda, neki srpski “blu čip“ (engl. *blue chip*), kojih za sada nema na vidiku, dok sve više građana Srbije trguje na stranim berzama koje nemaju problem s likvidnošću ili deviznim rizikom.

Srpski investicioni fondovi takođe spadaju u velike gubitnike krize tržišta kapitala u Srbiji od 2008. do 2010. godine. Prvi otvoreni investicioni fond u istoriji Srbije osnovan je u decembru 2006. godine, svega nekoliko mjeseci prije nego što je berza dostigla svoj istorijski maksimum i počela dugačak put nadole. Devetnaest društava za upravljanje (DZU) investicionim fondovima dobilo je dozvolu za rad u naredne tri godine, a danas posluje samo četiri (u prosjeku, ovih petnaest društava za investiranje poslovalo je svega 2,5 godina).⁵⁰⁰ Sa tek prikupljenim sredstvima od domaćih investitora, sa Beogradskoj berzom kao jedinom opcijom za investiranje, ovi fondovi su bili najveći kupci paketa koje su strani investitori nudili. Suočeni s padom cijena i totalnom nelikvidnošću tržišta, ovi fondovi su doživjeli veliki pad vrijednosti neto imovine i nisu mogli da opstanu sa niskim mjesečnim prihodima, što je i dovelo do njihovog masovnog gašenja. Oni koji su preostali prebacili su se u novčane fondove ili ulažu u inostrane hartije od vrijednosti.

Ipak, najveći gubitnik ove krize je srpsko tržište kapitala. U zemlji koja je 2001. godine bila na raskrsnici u društvenim, političkim i ekonomskim odnosima i na početku tranzicije, tržište kapitala i Beogradska berza mogli su da imaju ključnu ulogu, kao što se desilo u Poljskoj, Češkoj, Rumuniji. Iako su podaci o preko 2.000 listiranih kompanija, 16 milijardi evra tržišne kapitalizacije i više od dvije milijarde evra prometa bili izuzetni za srpske i regionalne uslove, oni nisu bili zasnovani na realnim temeljima. Ovaj rast berzanskih pokazatelja nije bio posljedica velikog napretka srpske privrede, stranih investicija, izvoza, zaposlenosti, već je uglavnom bio zasnovan na špekulativnim trgovinama stranih investitora, praćenih aktivnostima domaćih investitora i menadžera listiranih kompanija i

⁵⁰⁰ www.crhov.rs.

banaka. Ograničena ponuda akcija vodila je visokom rastu cijena s malim ostvarenim prometima, a inostrani investicioni fondovi, sa velikim kapitalom iza sebe, diktirali su veoma užurban tempo. Sa druge strane, mala baza domaćih investitora, zbog niskog investicionog potencijala kao i nepoznavanja osnova berzanske trgovine, učinila je berzu izuzetno zavisnom od stranih ulagača. Model privatizacije forsirao je prodaju preduzeća van berze, zakonske odredbe su berzu formalno učinile obaveznom za promet akcijama, ali je ostavljena mogućnost vanberzanskog preuzimanja. Izostale su i inicijalne javne ponude, kako privatnih tako i državnih kompanija, kao pravo berzansko listiranje.

Već visok rizik investiranja na našoj berzi zbog niske likvidnosti, dodatno je bio pojačan nepredvidljivošću budućih poteza menadžmenta kompanija, koji je imao brojne mogućnosti uskraćivanja prava manjinskim akcionarima. Panika koja je zavládala s prvom ozbiljnijom korekcijom cijena akcija pokazala je da je tražnja za akcijama na Beogradskoj berzi presušila, pošto više nije bilo kupaca za domaće akcije. Prvi su akcije počeli da prodaju investitori, koji su se zadužili da bi ih kupili, kao i strani investitori koji su imali osjećaj o veličini buduće globalne finansijske krize. Nelikvidnost je dodatno proširila paniku, investitori su mogli da prodaju male količine akcija po tržišnim cijenama i bili su prisiljeni da pristaju na velike diskonte kako bi prodali značajnije pakete akcija. Ubrzo su pristigle i negativne informacije sa razvijenih tržišta, što je dovelo do panike i gubitka povjerenja investitora i domaće javnosti u sam koncept berze, kao i u institucije tržišta kapitala – Beogradsku berzu, Komisiju za hartije od vrijednosti, brokerske kuće, investicione fondove. Jednom izgubljeno povjerenje da berza može da obezbijedi formiranje fer tržišne cijene dovelo je do smanjena investiranja i prodaje po bilo kojoj cijeni, što dalje dovodi do nižeg nivoa likvidnosti i pada cijena. Ta spirala odvukla je sa sobom domaće investitore, fondove, ali i ugrozila temelje i budućnost tržišta kapitala.

4.5. Regulatorni odgovor na krizu tržišta kapitala u Srbiji

Uloga regulatornih organa u Srbiji na posljedice krize na tržištu kapitala imala je za cilj saniranje posljedica koje je kriza ostavila na tržištu kapitala, ali budući da je kriza inicijalno

došla iz bankarskog sektora i zahvatila srpski monetarni sistem, pa onda i realni sektor i tržište kapitala, reakcije Narodne banke Srbije i Ministarstva finansija Republike Srbije imale su najvažniju ulogu u odbrani od spoljnih i unutrašnjih kriznih elemenata. Uloga Beogradske berze i Komisije za hartije od vrijednosti, kao ključnih institucija tržišta kapitala u zemlji, bila je da u okviru svojih zakonskih nadležnosti reaguju na krizu tržišta kapitala, ali nisu uradili značajnije promjene.

Kada govorimo o srpskom finansijskom tržištu, ono je u ogromnom procentu van tržišta kapitala, budući da se skoro 99% prometa hartijama od vrijednosti odvija van berze, na tržištu novca putem trgovine državnim zapisima, državnim obveznicama nominovanim u dinarima i evrima i blagajničkim zapisima Narodne banke Srbije (Tabela 4.24). Procenat berzanskog prometa opadao je iz godine u godinu, najviše zahvaljujući odluci da su država i Narodna banka Srbije odlučile da promet svojim hartijama od vrijednosti izmjesti sa berze i prebace na direktnu trgovinu učesnika na tržištu putem platforme Centralnog registra hartija od vrijednosti.

Tabela 4.24. Učešće berzanskog i vanberzanskog prometa hartijama od vrijednosti u ukupnom prometu hartija od vrijednosti u Srbiji (2005-2015. godine)

Godina	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Berzanski promet	581 (12,7%)	1.207 (7,3%)	2.051 (4,0%)	905 (1,4%)	449 (1,2%)	222 (0,8%)	280 (1,1%)	218 (1,3%)	265 (0,6%)	173 (0,5%)	183 (0,9%)
Vanberzanski promet	3.984 (87,3%)	15.401 (92,7%)	49.184 (96,0%)	65.148 (98,6%)	35.760 (98,8%)	27.158 (99,2%)	25.134 (98,9%)	16.722 (98,7%)	43.117 (99,4%)	37.853 (99,5%)	20.111 (90,1%)

Izvor: Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (24. maj 2016). www.sec.gov.rs.

Beogradska berza, kao jedino organizovano tržište kapitala u Srbiji, bila je centralno mjesto na kojem se sučeljavala ponuda i tražnja akcija. Ipak, veliki dio prometa akcijama odvijao se i van berze, putem ponuda za preuzimanje akcija, nad kojim berza nije imala nikakvu kontrolu već je to bilo pod ingerencijom Komisije za hartije od vrijednosti. U 2004. godini Komisija za hartije od vrednosti je odobrila ukupna 62 ponude za preuzimanje akcija, od kojih su 14 bile kontraponude na prvobitne ponude.

Beogradska berza je imala mogućnost da utiče na sledeće aktivnosti, u skladu sa svojim Pravilima poslovanja:⁵⁰¹

- “izbor metoda trgovine akcijama;
- javnost u objavljivanju berzanskih informacija, kao i forma u kojoj se objavljuju;
- nadzor poštovanja etičkog kodeksa od strane članova berze (načelo zakonitosti; dužne pažnje; pouzdanosti, poštenja i fer odnosa; profesionalizma; poverljivosti; zabrane nelojalne konkurencije);
- nadzor poštovanja Pravila poslovanje berze od strane članova berze, posebno u vezi s manipulacijom tržišta i korišćenjem insajderskih informacija;
- kontrola ispunjavanja obaveza emitenata hartija od vrijednosti.“

Kašnjenje u uvođenju kontinuiranog metoda trgovine, koji je pravdan tehničkim nedostacima, dovelo je do velikih problema u berzanskoj trgovini koja je bila na svojim počecima, budući da se u aukcijama, kako se tada obavljala berzanska trgovina, prednost davala nalogima prema vremenu unošenja, tako da su brokeri imali posebne treninge kako bi imali brze prste za unos naloga kad trgovina počne (čak su se najbrži brokeri iznajmljivali drugim brokerskim kućama kada su imali bitnu kupovinu). Takođe, u narednoj fazi, prednost je davana velikim nalogima, čime su mali investitori spriječeni da kupe akcije, čak iako su bili povoljniji po cijeni.

Beogradska berza je sprovodila kontrole poslovanja svojih članova u vezi sa sumnjivim transakcijama i eventualnim slučajevima nepoštovanja prednosti kod davanja naloga, ali ne postoji nijedan slučaj da je neki broker dobio značajniju kaznu zbog takvih aktivnosti. Takođe, emitenti koji berzi nisu dostavljali svoje podatke nisu značajnije sankcionisani, tako da je poštovanje pravila poslovanja berze bilo stvar dobre korporativne kulture koju su većinom poštovala veće kompanije, a one su i u kasnijem periodu prelazile na druge, naprednije vrste tržišta. Poražavajuće zvuči podatak da “zakonom utvrđenu obavezu, odgovornost izdavalaca za istinito i blagovremeno obaveštavanje investicione javnosti, nije

⁵⁰¹ Beogradska berza (maj 2016). *Pravila poslovanja Beogradske berze*, Član 32-33.

ispunilo 25% izdavalaca čijim se akcijama trgovalo na dan 31.12.2009. godine“.⁵⁰² Ažurirane berzanske prospekte za 2008. godinu nije dostavilo čak 434 emitenta, dok je obavezu u roku ispunilo svega 40% kompanija.⁵⁰³

U uslovima krize Beogradska berza nije imala instrumente kojima je mogla da utiče da se ona uspori ili spriječi. Prethodni koraci i potezi koji su je doveli do nivoa u kojem ju je zadesila kriza imaju mnogo više sa makroekonomskim i političkim kretanjima u Srbiji nego sa odlukama berze. Bez obzira na to što je logično da berza bude ogledalo jedne privrede, postojao je potencijal da Beogradska berza bude predvodnik novog, tržišnog modela poslovanja i da ona bude prvi iskorak ka modernom društvu. Na tom putu berza nije povukla ostatak finansijskog sistema, kasnila je sa donošenjem propisa čiji je cilj bio da modernizuju trgovanje i izvještavanje, nije strože sprovodila kaznene mjere prema emitentima koji su rušili koncept javnih kompanija i nije imala sposobnost da otkrije i kažnjava tržišne manipulacije brokera i insajdersku trgovinu menadžmenta firmi. Ova tri stuba sistema predstavljaju temelj na kojem može da se gradi respektabilna institucija poput berze. U maju 2007. godine, kada je krenuo sunovrat, berza u rukama nije imala nijednu opciju da utiče na silazni trend već se sve svelo na čekanje da prođe berzanski cunami, koji je razotkrio sve slabosti berzanskog sistema u Srbiji.

Ključna institucija nadzora tržišta kapitala u Srbiji je Komisija za hartije od vrednosti (u daljem tekstu Komisija), koja od 1990. godine reguliše i kontroliše tržište hartija od vrijednosti u Srbiji. Pored aktivnosti vezanih za izdavanje dozvola za rad berzama, berzanskim posrednicima, društvima za upravljanje investicionim fondovima, kao i za ponude za preuzimanje akcija, njena najvažnija uloga je nadzor učesnika na tržištu, zaštita prava investitora, kao i sprečavanje špekulativnih aktivnosti na tržištu. U periodu od 1995. do 2003. godine Komisija je izdala dozvole za rad za ukupno 126 berzanskih posrednika, što je imponantan broj. U 2003. godini pooštreni su uslovi za dobijanje dozvole za berzanskog posrednika u kapitalnom, organizacionom i tehničkom smislu, ali je bio

⁵⁰² Beogradska berza (2010). *Godišnji izveštaj za 2009. godinu*, str. 22, www.belex.rs.

⁵⁰³ Beogradska berza (2010). *Godišnji izveštaj za 2009. godinu*, str. 22, www.belex.rs.

potreban samo jedan licencirani broker, što je formiranje jedne brokerske kuće svelo samo na obezbjeđivanje dovoljne količine novčanih sredstava. Komisija je iste godine oštro krenula na tržište kratkoročnih hartija od vrijednosti, insistirajući da ono treba maksimalno da se sankcioniše, umjesto da je uz kvalitativna regulatorna rješenja učinila ovo tržište transparentnijim.⁵⁰⁴ U periodu od 2003. do 2007. godine uloga Komisije svodila se na davanje saglasnosti za emitovanje hartija od vrijednosti i promjene opštih akata učesnika na tržištu, davanje dozvola za rad berzanskih posrednika, kao i davanje odobrenja za ponude za preuzimanje akcija (ujedno i najkontroverzniji dio aktivnosti Komisije, koji je bio posebno sporan u slučajevima kompanija Knjaz Miloš Arandjelovac, C-Market Beograd, Luka Beograd, itd.).

U 2007. godini Komisija je obavila 1.112 nadzora nad ovlašćenim učesnicima na tržištu i oduzela 4 dozvole za rad. Naredna godina donosi krizu finansijskog tržišta i reakcija Komisije za hartije svodila se na sledeće aktivnosti, u skladu s njenim pristupom reagovanju “na nepravilnosti i nezakonitosti i preduzimanju aktivnosti za otklanjanje tih nepravilnosti“,⁵⁰⁵ odnosno reagovanju a posteriori umjesto a priori na krizu:

- broj sprovedenih nadzora nad učesnicima na finansijskom tržištu 2008. godine je iznosio 1.985, 2009. godine 2.459 i 2010. godine 2.105;
- u 2008. godini učesnicima na tržištu je oduzeto osam dozvola za rad, u 2009. godini 32, a u 2010. godini 13 dozvola;
- privremeno je zabranila obavljanje poslovanja za devet članova Beogradske berze u 2008. godini, za dva u 2009. godini i pet u 2010. godini;
- podnijela je prijave za privredni prestup protiv 18 pravnih lica u 2008. godini, protiv 26 u 2009. godini i 11 u 2010. godini.⁵⁰⁶

⁵⁰⁴ Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2004). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti u 2003. godini*, str. 5.

⁵⁰⁵ Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2004). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Republici u periodu: januar-decembar 2008. godine*, str. 42.

⁵⁰⁶ Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2009). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Republici u periodu: januar-decembar 2008. godine*, str. 7.

Kao i Beogradska berza, Komisija je bila fokusirana na izricanje mjera za već učinjene prekršaje, koji nisu mogli mnogo toga da promjene, što proističe iz zakonskih normi kojima Komisiji nisu data upravna ovlaštenja.⁵⁰⁷ Pored nadzorne uloge, Komisija je učestvovala u predlaganju odgovarajućih rješenja u pripadajućim zakonskim rješenjima za Zakon o hartijama od vrednosti, Zakon o investicionim fondovima i Zakon o preuzimanju akcionarskih društava iz 2006. godine. Prema Izveštaju o radu Komisije za hartije od vrednosti za 2005. godinu, prijedlozi koje je ova institucija dostavila Ministarstvu finansija Republike Srbije koji su se odnosili na ove zakone nisu bili usvojeni, tako da se pitanje odgovornosti za manjkavosti finansijskog tržišta Srbije definitivno mora staviti pred Ministarstvo finansija, kao nadležnu monetarnu vlast za tržište kapitala u zemlji. Jedini konkretniji odgovor Komisije za hartije od vrijednosti sveo se na izmjene Zakona o investicionim fondovima iz 2015. godine,⁵⁰⁸ kojima je, između ostalog, predviđeno smanjenje cenzusa za osnivanje društva za upravljanje investicionim fondovima sa 200.000,00 evra osnivačkog kapitala na 125.000,00 evra, ali ta promjena nije dovela do osnivanja nijednog novog društva za upravljanje investicionim fondovima u Srbiji.

Slučaj Agrobanke predstavlja srpski Liman braders i lokalni primjer kako su donošene pogrešne odluke od velikog uticaja na bankarski sektor, ali još više i na tržište kapitala. Akcijama Agrobanke počelo se trgovati u decembru 2005. godine po početnoj cijeni od 11.263,00 dinara, da bi u januaru 2007. godine jedna akcija vrijedila 50.000,00 din, a cijela banka 450 miliona evra. Međutim, u 2007. godini država Srbija se javlja s potraživanjem od 55 miliona dolara, koji je Agrobanka imala prema Beogradskoj banci, a koji je preuzela država Srbija. Dogovoreno je da se taj dug konvertuje u kapital banke po cijeni od 36.000,00 dinara po akciji (koji je podigao državno učešće u kapitalu Agrobanke sa 6% na 20%), uz obavezu Agrobanke da te akcije otkupi od države za godinu dana po 10% većoj cijeni. Taj otkup se nikada nije dogodio i država je još uvijek akcionar u tom procentu. Problem je eskalirao kada je Agrobanka, u svom izvještaju za treći kvartal 2011. godine, objavila da je napravljen gubitak od 23 miliona evra iako je godinama prije toga

⁵⁰⁷ Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2006). *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na tržištu hartija od vrednosti u 2005. godini*, str. 5.

⁵⁰⁸ *Zakon o izmenama i dopunama Zakona o investicionim fondovima* (27. maj 2016). www.sec.gov.rs.

objavljivala pozitivne finansijske rezultate. Krajem 2011. godine uvedena je prinudna uprava od strane Narodne banke Srbije, koja je poslije revizije finansijskog rezultata saopštila da gubitak za 2011. godinu iznosi čitavih 300 miliona evra. Akcije su pale sa maksimalnih 50.000,00 din. berzanske cijene na svega 885,00 dinara 24. maja 2012. godine, što predstavlja gubitak od 98,2%. Ova akcije su sa Beogradske berze isključene 29. juna 2012. godine, Agrobanci je oduzeta licenca za rad od strane Narodne banke Srbije, a zdrava aktiva prebačena je na Novu Agrobanku. Država Srbija, kao vlasnik 20%, nijednom tokom ranijih godina nije poslala svog predstavnika na skupštine akcionara Agrobanke na kojima su manjinski akcionari planirali da traže reviziju finansijskog izvještaja, ali se sjednice nisu mogle održati upravo zbog nedostatka glasova države Srbije za potreban kvorum. NBS je godinama isticala kako sprovodi detaljnu i strogu kontrolu poslovanja banaka, revizorske izvještaje je radila svjetska kompanija KPMG, a najveći dužnik banke bila je kompanija Habitfarm, čiji je bankrot Agrobanci ostavio nenaplaćene kredite u visini od oko 35 miliona evra.⁵⁰⁹ Reakcija stranih investitora bila je očekivano snažna i oni su nezadovoljni ponašanjem države zatražili pravdu pred međunarodnim arbitražnim institucijama, uz istovremeno pravljenje besplatnih predavanja o velikim rizicima ulaganja u srpsko tržište kapitala. U strukturi akcionara Agrobanke u trenutku njenog stečaja bilo je ukupno 4.712 akcionara, a od ukupnog kapitala, pored vlasničkog udjela države od 20,12%, ukupno 4.442 domaća investitora bili su vlasnici 63,49% kapitala, a 273 strana investitora bili su vlasnici 16,39%.⁵¹⁰ O veličini uticaja Agrobanke na tržište akcija govori i podatak da su za njene dokapitalizacije od 108 miliona evra svojevremeno stigle uplate iz inostranstva u visini od 600 miliona evra.⁵¹¹ Obaveze koje je Agrobanka imala prema povjeriocima u ukupnom iznosu od 419 miliona evra preuzela je Poštanska štedionica (od čega su 266 miliona evra obaveze prema stanovništvu), kojoj je novac za izmirenje obaveza preuzela da uplati Agencija za osiguranje depozita.⁵¹² Osim Agrobanke, isti scenario zadesio je i Razvojnu (Metals) banku, Privrednu banku Beograd i Univerzal banku, koje su bankrotirale zbog velikih gubitaka izazvanih nemogućnošću naplate loših kredita.

⁵⁰⁹ *Press Online* (15. maj 2016). "Dugalić: Biće nastavljeno ukрупnjavanje bankarskog sektora".

⁵¹⁰ *Centralni registar hartija od vrednosti Republike Srbije* (15. maj 2016). www.crhov.rs.

⁵¹¹ Beogradska berza (2013). *Godišnji izveštaj za 2012. godinu*, str. 6-7, www.belex.rs.

⁵¹² Beogradska berza (2013). *Godišnji izveštaj za 2012. godinu Poštanska štedionica a.d.*, str. 4.

Gubitak koje je izazvao bankrot ovih banaka procenjen je od strane Međunarodnog monetarnog fonda na 1,75% visine bruto društvenog proizvoda Srbije za period od 2012. do 2014. godine.⁵¹³ Ako je visina bruto društvenog proizvoda Srbije u 2012. godini iznosila 31 milijardu evra,⁵¹⁴ to znači da je država Srbija za saniranje obaveza ove četiri banke morala da izdvoji najmanje 550 miliona evra. Pored toga, Srbija je od Međunarodnog monetarnog fonda tražila dva okvirna aranžmana (engl. *Stand-By Arrangements*) za održavanje stabilnosti bankarskog sektora, prvi u januaru 2009. godine, kada je tražila 3 milijarde evra (10% bruto društvenog proizvoda) radi prevencije posljedica globalne krize,⁵¹⁵ i drugi aranžman u septembru 2011. godine na iznos od 1,1 milijardu evra.⁵¹⁶ Takođe, kao finansijsku podršku Agenciji za osiguranje depozita Republike Srbije, koja je bila zadužena za saniranje posljedica u ovim bankama, Svjetska banka je odobrila kredit od 145 miliona evra, a Međunarodni monetarni fond odobrio je okvirni kredit od 200 miliona evra. Ovi krediti bili su odobreni uz uslov da se ubrza proces privatizacije preostalih državnih banaka, uz jačanje korporativnog upravljanja u tim bankama i jačanje upravljanja rizicima, u skladu s najboljom inostranom praksom.

Poslije stečaja Agrobanke niko nije odgovarao zbog nesavjesne kontrole i niko nije smatrao da treba zaštititi manjinske akcionare u ovim bankama zato što se podrazumijevalo da svako berzansko ulaganje u sebi ima špekulativan predznak i gubitak se mora prihvatiti kao normalan rezultat, čak iako su u pitanju prekršaji državnih organa i revizorskih kuća.

Ova kriza je pokazala da tržišni učesnici u našoj zemlji jednostavno nisu bili u stanju da upravljaju kompleksnim sistemom kao što je tržište kapitala, na način na koji ono jedino može da funkcioniše, sa dovoljnim nivoom samoregulacije i tržišne discipline, što bi osiguralo održivost i stabilnost sistema. Prevelik uticaj politike i pokušaji da se putem

⁵¹³ International Monetary Fund (2015). *IMF Country Report 15/50*, str. 17.

⁵¹⁴ The World Bank (25. jun 2016). www.data.worldbank.org.

⁵¹⁵ International Monetary Fund (2009). *IMF Country Report 09/158*, str. 1.

⁵¹⁶ International Monetary Fund (2011). *Press Release No. 11/353*, str. 1.

tržišta ostvare individualni ciljevi učinili su srpsko tržište kapitala terenom na kojem niko nije mogao da zna šta da očekuje, a to je najgora stvar za jedno osjetljivo tržište kao što je srpsko. Komisija za hartije od vrednosti, a pogotovo Beogradska berza, mogli su da budu aktivniji u sprovođenju svojih nadležnosti, ali slaba kadrovska opremljenost za brzorastuće tržište, kao i loša systemska zakonska rješenja, nisu ostavili mnogo mogućnosti za kvalitetno reagovanje na pojavu krize na tržištu kapitala u Srbiji.

5. Analiza relacija između globalnog i domaćeg tržišta kapitala

Ključni faktor za dalje povezivanje tržište kapitala Srbije sa globalnim tržištem kapitala predstavlja razvoj srpske ekonomije. Od visine stopa rasta bruto društvenog proizvoda, povećanja stranih direktnih investicija, rasta izvoza, smanjenja nezaposlenosti, zavisi i tempo kojim će se razvijati srpsko tržište kapitala. Pri tome, veoma je važno da te stope budu značajno više od onih u prethodnim godinama i od stopa rasta u zemljama s kojima se Srbija upoređuje i s kojima zajedno konkuriše na svjetskom tržištu robe i usluga (prema Svjetskoj banci, Srbija spada u grupu zemalja sa visokim srednjim prihodom [engl. *Upper Middle Income*]),⁵¹⁷ da bi napredak mogao da bude konkretniji i da bi efekti konačno počeli da se multiplikuju. Međutim, prema Evropskoj banci za obnovu i razvoj Srbija se još uvijek ubraja u zemlje u tranziciji (sa još 35 drugih zemalja, uglavnom sa prostora Centralne i Istočne Evrope, bivšeg Sovjetskog Saveza, bivše SFR Jugoslavije, zajedno sa Turskom, Tunisom, Mongolijom, Marokom).⁵¹⁸

Finansijsko tržište u Srbiji dijeli sudbinu ekonomskog i društvenog razvoja zemlje, tako da tranzicija finansijskog tržišta, a time i tržišta kapitala, nije do kraja završena. U svojoj osnovi sva finansijska tržišta imaju istu misiju, obezbjeđivanje fer cijene za finansijsku aktivu, koja podrazumijeva maksimalnu ravnopravnost svih učesnika, bez postojanja informacione asimetrije. U današnjim uslovima i sa iskustvom globalne finansijske krize može se reći da je ovo stanje još uvijek nedostižno i za najrazvijenije berze i tržišta i da je koncept davanja slobode učesnicima u kreiranju finansijskih instrumenata i nedovoljno strogih parametara i kontrole, koje su zagovarali neoliberalni ekonomisti, pokazao sve svoje mane u proteklih skoro deset godina.

Stanje i potencijal srpskog tržišta kapitala možemo predstaviti Tabelom 5.1, pri čemu “Broj“ predstavlja broj institucija, instrumenata, a kod stranih investitora i domaćih malih

⁵¹⁷ Pored Srbije, u ovu grupu zemalja spadaju i Albanija, Alžir, Angola, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Bocvana, Brazil, Kina, Kuba, Iran, Irak, Kazahstan, Libija, Makedonija, Meksiko, Crna Gora, Peru, Rumunija, Južna Afrika, Tajland, Turska, itd.

⁵¹⁸ European Bank for Reconstruction and Development (2015). *EBRD Transition Report 2015-16*, str. 1.

investitora (procjena autora) njihovo učešće u ukupnom prometu akcijama u maju 2016. godine; “Stanje/Uticaj“ predstavlja trenutno stanje i uticaj institucija ili instrumenata na tržištu kapitala i definisano je ponderima od 1 do 5, pri čemu 1 označava nizak nivo uticaja, dok 5 predstavlja visok nivo uticaja. “Potencijal“ predstavlja značaj koji institucija ili instrument može da ima na budući kvalitetan razvoj srpskog tržišta kapitala i definisan je ponderima od 1 do 5, pri čemu 1 označava nizak nivo uticaja, a 5 predstavlja visok nivo uticaja. Svi elementi imaju isti težinski koeficijent pošto svaki od njih predstavlja bitan dio razvijenog tržišta kapitala, kojem naše tržište teži.

Tabela 5.1. Aktuelno stanje i perspektiva srpskog tržišta kapitala (maj 2016)

	Broj/Procenat	Koeficijent Stanje/Uticaj	Koeficijent Potencijal/Uticaj
Berze	1	3	5
Nelistirane kompanije sa berze	822	1	3
Listirane kompanije	8	2	5
Inicijalne javne ponude	-	-	5
Banke	30	3	2
Članovi berze	37	1	4
Finansijski instrumenti	3	2	4
Komisija za hartije od vrednosti	1	4	3
Strani investitori	44,78%*	3	4
Domaći mali investitori	~10%**	1	4
Investicioni fondovi	12	1	5
Penzioni fondovi	7	2	5
Regionalno povezivanje berzi	1	1	5+
PROSJEČNA VRIJEDNOST		1,84	4,15

*procenat učešća u prometu akcijama u maju 2016. godine

** procenat učešća u prometu akcijama u maju 2016. godine (procjena autora)

Izvor: *Beogradska berza* (5. jun 2016.), *Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije* (5. jun 2016); vrijednosti koeficijenata su rezultat autorovog istraživanja

Najveći uticaj na srpsko tržište kapitala danas imaju Komisija za hartije od vrednosti, Beogradska berza, banke i strani investitori. Taj uticaj može da bude pozitivan (u slučaju berze i stranih investitora), neutralan (Komisija za hartije od vrednosti) i negativan (banke). Najniži uticaj imaju listirane kompanije (pošto se one u najvećoj mjeri listiraju pro forme i ne daju nikakav kvalitet tržištu kapitala već samo kvantitet), inicijalne javne ponude kojih nema, članovi berze, koji gledaju samo svoje interese i nisu aktivni u promovisanju berzanske trgovine, domaći mali investitori i investicioni fondovi zbog nedovoljne finansijske snage i znanja, dok regionalno povezivanje ima nisku ocjenu samo zbog toga što je projekat SEE-Link tek na početku i nije pokazao ništa od svog potencijala. Prosječna vrijednost aktuelnog stanja srpskog tržišta kapitala izračunata je kao prosjek zbira svih pondera i iznosi 1,84, u potpunosti u skladu s realnim stanjem sa opisnom ocjenom – nedovoljno.

Najveći potencijal i uticaj na budućnost srpskog tržište kapitala imaju Beogradska berza (po prirodi stvari ključna institucija svakog tržišta, ali sa nedovoljno iskorišćenim potencijalom), kompanije sa listinga berze, koje moraju da budu motor pozitivnih iskustava i simbol ozbiljnosti berze, inicijalne javne ponude (samo da se desi prva, istorijska, koja može sve da pokrene ako bude kvalitetno odrađena), investicioni i penzioni fondovi kao institucije kolektivnog investiranja koje imaju ogroman potencijal, kao i regionalno povezivanje berzi, proces koji je započeo i u kojem se krije ključ opstanka svih berzi u regionu. Najniži potencijal za pomoć razvoju tržišta kapitala imaju banke, kojima tržište kapitala samo smeta, u skladu s prevaziđenim pristupom lokalnog bankarstva koji se svodi na jeftine depozite i skupe kredite, zatim nelistirane kompanije sa berze, pošto je niska vjerovatnoća da će neka od njih postati buduća kvalitetna hartija sa listinga Beogradske berze, kao i Komisija za hartije od vrednosti, sa svojim neutralnim stavom nadzornog organa koji ima sve manje posla, a koja bi mogla da odigra bitnu medijsku ulogu u isticanju pozitivnih primjera. Finansijski instrumenti mogu da daju veliki doprinos rastu likvidnosti na finansijskom tržištu kroz dužničke hartije poput municipalnih obveznica, korporativnih obveznica, kratkoročnih hartija i smatramo ih veoma bitnim za povećanje ponude hartija iako se ne radi o vlasničkim hartijama tržišta kapitala. Prosječna vrijednost potencijala

srpskog tržišta kapitala iznosi 4,15, rezultat koji predstavlja jedno ozbiljno, uređeno i funkcionalno tržište kapitala – tržište kojem može da se vjeruje.

Srpsko tržište kapitala sa svojim veličinom predstavlja mikrotržište u svjetskim odnosima i osnovni cilj daljeg razvoja ne treba da bude insistiranje na njegovoj veličini, već na njegovoj efikasnosti i kvalitetu. U analizi koja slijedi Beogradska berza je posmatrana za dvije serije, prvoj pod nazivom “Beograd“, koja obuhvata podatke iz zvaničnih izvještaja o prometu akcijama i tržišnoj kapitalizaciji koji obuhvataju sve kompanije na svim tržištima akcijama na Beogradskoj berzi (Primarni listing engl. *Prime listing*), Standardni listing (engl. *Standard Listing*), Otvoreno tržište (engl. *Open Market*) i MTP BELEX, i drugoj sa nazivom “Beograd PL+SL“, koji obuhvata podatke o prometu i tržišnoj kapitalizaciji samo kompanija koje se nalaze na Primarnom listingu i Standardnom listingu Beogradske berze. Ova analiza urađena je zbog potrebe da se izdvojeno posmatra segment tržišta kapitala koji obuhvata emitente koji ispunjavaju visoke finansijske, ali i korporativne uslove da budu na listingu berze. Riječ je o akcijama kompanija koje jedino zaslužuju da budu tretirane kao prave berzanske hartije i analiza u kojoj se one posmatraju treba da pokaže gdje se zaista nalazi Beogradska berza, ako iz analize izdvojimo kompanije koje su tu samo dok se prije ili kasnije ne delistiraju i koje sada samo podižu nivo tržišne kapitalizacije. Neki od uslova za listiranje na Primarnom listingu su: “minimalni kapital u visini od 20 miliona evra, pozitivno poslovanje i finansijski izvještaj u posljednje tri godine, minimalni slobodan kapital za trgovinu od 25% kapitala ili, ako je manji procenat, da slobodni kapital za berzansku trgovinu vrijedi najmanje 10 miliona evra koji su u vlasništvu najmanje 500 akcionara, da akcija ima prosječan dnevni berzanski promet od najmanje 500.000,00 dinara i najmanje pet transakcija dnevno u posljednjih šest mjeseci. Za Standardni listing važe ista pravila, osim što nije neophodno da poslovni rezultat u posljednje tri godine bude pozitivan, minimalni kapital iznosi 4 miliona evra, minimalni slobodan kapital za trgovinu mora da vrijedi najmanje 2 miliona evra koji je u vlasništvu najmanje 250 akcionara, itd.“

⁵¹⁹ Na Primarnom listingu se listiraju četiri kompanije: Naftna industrija Srbije Novi Sad, Aerodrom “Nikola Tesla“ Beograd, Energoprojekt Holding Beograd i Sojaprotein Bečej, a

⁵¹⁹ *Beogradska berza* (14.05.2016. godine). www.belex.rs.

na Standard Listingu su Komercijalna banka Beograd, Alfa Plam, Vranje Jedinstvo Sevojno i Metalac Gornji Milanovac.⁵²⁰

Analizom koeficijenata kojima se mjeri efikasnost jednog tržišta kapitala možemo da dobijemo realniju sliku gdje se Beogradska berza nalazi danas u odnosu na prethodne godine, ali i u odnosu na tržišta s kojima treba da se poredimo. Ako uporedimo odnos ukupnog prometa akcija sa visinom bruto društvenog proizvoda dobijamo informaciju o likvidnosti tržišta kapitala u jednoj zemlji. U najvećim svjetskim berzama ovaj pokazatelj se za 2014. godinu kreće od 32,8% u Njemačkoj do 223,8% u Sjedinjenim Američkim Državama. U zemljama Zapadne Evrope (Njemačka, Francuska, Italija) ovaj pokazatelj je mnogo niži nego kod Sjedinjenih Američkih Država, Japana, Velike Britanije zbog jakog bankarskog sektora koji i tamo ima prednost u odnosu na tržište kapitala. Ipak, ovako niske vrijednosti dokazuju da se posmatrane berze (osim Budimpešte) i dalje tretiraju u rangui statističke greške u tim privredama. To je rezultat činjenice da je nivo društvenog proizvoda, koji je doživio pad u uslovima globalne krize, ponovo vraćen na nivo prije krize, dok su berzanski prometi ostali na nivou na kojem ih je kriza oborila. Ni ovih četiri, pet godina poslije završetka krize nije pomoglo da se ovaj parametar vrati na svoj nivo. Isti slučaj je i sa prometom na Beogradskoj berzi, koji se još nije oporavio od drastičnog sunovrata prometa od 2008-2011. do 2012. godine već je nastavio da stagnira, tako da niske stope rasta bruto društvenog proizvoda Srbije drže ovaj pokazatelj, u obje kategorije "Beograd", na istom nivou tokom posmatranog perioda. Vidimo da kompanije iz PL+SL segmenta čine oko 25% vrijednosti pokazatelja za cijelu berzu, ali i da i one bilježe pad ovog parametra u posljednje dvije godine (Tabela 5.2).

⁵²⁰ *Beogradska berza* (14.05.2016. godine). www.belex.rs.

Tabela 5.2. Odnos ukupnog prometa akcijama i visine bruto društvenog proizvoda

	Beograd	Beograd (PL+SL)	Zagreb	Bukurešt	Sofija	Budimpešta	Ljubljana
2012.	0,56%	0,15%	0,93%	1,25%	0,66%	9,01%	0,84%
2013.	0,73%	0,17%	0,91%	1,76%	1,56%	7,94%	0,83%
2014.	0,40%	0,13%	0,94%	1,95%	0,70%	5,25%	1,63%
2015.	0,43%	0,11%	0,90%	1,23%	0,35%	12,88%	0,86%

Izvor: *Beogradska berza* (24. maj 2016). www.belex.rs, *Zagrebačka berza* (24. maj 2016).

www.zse.hr, *Budapest Stock Exchange* (24. maj 2016). www.bse.hu, *Bucharest Stock Exchange* (24. maj 2016). www.bvb.ro, *Sofia Stock Exchange* (24. maj 2016). www.bse-sofia.bg, *Ljubljana Stock Exchange* (24. maj 2016). www.ljse.si.

Veličinu jednog tržišta kapitala najbolje pokazuje odnos tržišne kapitalizacije i visine bruto društvenog proizvoda. U većini posmatranih zemalja, osim u Hrvatskoj i to zbog kompanije INA Zagreb (na koju odlazi 45% tržišne kapitalizacije Zagrebačke berze), ovaj pokazatelj se kreće između 10 i 20% u posmatranom periodu. Svjetski prosjek za ovaj parametar za 2014. godinu iznosi 91,6%, pošto ga Sjedinjene Američke Države, Velika Britanija, Kanada i Japan, sa odnosom preko 95%, podižu prilično visoko, čak i za zemlje poput Njemačke, Italije i Kine. Za Beogradsku berzu ovaj pokazatelj je irelevantan zbog velikog broja prisilno listiranih kompanija. Njegov osjetniji rast definitivno može da obezbijedi samo inicijalna javna ponuda nekog velikog preduzeća. Pokazatelj PL+SL je očekivano nizak zbog svega osam kompanija koje ga čine, ali upravo ovaj parametar trebalo bi da bude u fokusu pažnje i prioritet u narednom periodu jer što više kompanija dođe na PL+SL segment tržišta, to će biti signal da raste broj kompanija koje ispunjavaju visoke kriterijume listiranja i da raste ponuda kvalitetnih akcija na Beogradskoj berzi (Tabela 5.3).

Tabela 5.3. Odnos tržišne kapitalizacije i visine bruto društvenog proizvoda

	Beograd	Beograd (PL+SL)	Zagreb	Bukurešt	Sofija	Budimpešta	Ljubljana
2012.	17,82%	4,65%	38,49%	16,46%	12,67%	16,88%	13,64%
2013.	16,90%	5,16%	35,40%	20,82%	12,54%	14,51%	14,41%
2014.	17,72%	5,52%	38,31%	19,32%	11,67%	10,42%	16,66%
2015.	16,01%	4,97%	39,03%	20,02%	10,19%	18,04%	14,34%

Izvor: *Beogradska berza* (24. maj 2016). www.belex.rs, *Zagrebačka berza* (24. maj 2016).

www.zse.hr, *Budapest Stock Exchange* (24. maj 2016). www.bse.hu, *Bucharest Stock Exchange* (24. maj 2016). www.bvb.ro, *Sofia Stock Exchange* (24. maj 2016). www.bse-sofia.bg, *Ljubljana Stock Exchange* (24. maj 2016). www.ljse.si.

Koeficijent obrta prometa (engl. *Turnover ratio*) veoma je bitan pokazatelj likvidnosti jednog tržišta kapitala i on stavlja u odnos ukupan promet akcijama na jednom tržištu podijeljen sa prosječnom vrijednošću tržišne kapitalizacije u toku godine. On pokazuje koliko je puta trgovana kompletna vrijednost svih listiranih kompanija na jednom tržištu u jednoj godini. Za likvidna tržišta koja se tek razvijaju karakterično je da imaju visok nivo koeficijenta obrta, a nizak odnos berzanskog prometa i bruto društvenog proizvoda. Svjetski prosjek za 2014. godinu iznosi 112%, najviše zahvaljujući Kini, Sjedinjenim Američkim Državama i Japanu. Ovaj pokazatelj je za posmatrane zemlje regiona veoma nizak, osim za Budimpeštu koja je najlikvidnije tržište od posmatranih tržišta kapitala. Ostale zemlje opet plaćaju ceh pada prometa, dok su se cijene stabilizovale na niskom nivou. Ipak, ovi procenti izuzetno su niski i predstavljaju najvažniji dokaz da se ova tržišta još uvijek nalaze na početku svog razvoja. Beogradskoj berzi nedostaju domaći portfolio investitori koji bi više puta u toku godine kupovali i prodavali akcije, ali to je moguće samo u uslovima normalne likvidnosti, koja ne postoji na našoj berzi osim za veoma male količine. Kod ovog parametra nema velike razlike između dva posmatrana parametra Beogradske berze. U slučaju PL+SL segmenta velika kapitalizacije Naftne industrije Srbije vuče ovaj pokazatelj naniže (kao i kod Zagrebačke berze kompanija u slučaju kompanije INA), ali je i on u padu u protekle dvije godine (Tabela 5.4).

Tabela 5.4. Odnos ukupnog prometa akcijama i tržišne kapitalizacije

	Beograd	Beograd (PL+SL)	Zagreb	Bukurešt	Sofija	Budimpešta	Ljubljana
2012.	3,18%	3,26%	2,43%	7,59%	5,46%	53,36%	6,16%
2013.	4,35%	3,41%	2,57%	8,48%	12,89%	54,76%	5,78%
2014.	2,25%	2,35%	2,44%	10,10%	5,98%	50,51%	9,78%
2015.	2,69%	2,17%	2,30%	6,14%	3,55%	46,15%	6,03%

Izvor: *Beogradska berza* (24. maj 2016). www.belex.rs, *Zagrebačka berza* (24. maj 2016).

www.zse.hr, *Budapest Stock Exchange* (24. maj 2016). www.bse.hu, *Bucharest Stock Exchange* (24. maj 2016). www.bvb.ro, *Sofia Stock Exchange* (24. maj 2016). www.bse-sofia.bg, *Ljubljana Stock Exchange* (24. maj 2016). www.ljse.si.

Na osnovu analize ova tri ključna pokazatelja razvijenosti jednog tržišta kapitala možemo zaključiti da se Beogradska berza nalazi u grupi nerazvijenih tržišta Jugoistočne Evrope, koja imaju slične karakteristike: mala veličina tržišta kapitala, niska likvidnost i promet akcijama, mali broj kvalitetnih kompanija na listingu i nerazvijena korporativna kultura. Period koji je uzet za analizu predstavlja period kada su razvijene berze već nadoknadile gubitke iz vremena globalne finansijske krize, dok su se još uvijek osjećale posljedice krize državnog duga u Evropi 2011. godine. Ove berze moraju da pronađu način da privuku nove kompanije koje bi se listirale na njima i na berzama tražile investitore za dokapitalizaciju, ali primjer Vizera (engl. *WizzAir*), mađarske niskotarifne (engl. *low-cost*) avio-kompanije koja je umjesto lokalne Budimpeštanske berze odabrala Londonsku berzu akcija kao berzu na kojoj se listirala u 2015. godini, govori da to neće biti nimalo lak posao.⁵²¹

⁵²¹ *London Stock Exchange Group* (24. maj 2016). "Londond Stock Exchange today welcomed Wizz Air Holding PLC", www.lseg.com.

Beogradska berza mora da prepozna svoje šanse, ali i da bude svjesna svojih slabosti (Tabela 5.5).

Tabela 5.5. SWOT analiza razvoja Beogradske berze

<p>PREDNOSTI</p> <ul style="list-style-type: none"> • veliki broj listiranih kompanija • zaokružen informacioni sistem • stečeno iskustvo u dobrim i lošim berzanskim vremenima 	<p>SLABOSTI</p> <ul style="list-style-type: none"> • nisko prisustvo domaćih investitora, posebno institucionalnih investitora • veliko učešće stranih investitora • nizak nivo korporativne kulture • samo osam kompanija na zvaničnom listingu • postoji samo trgovina akcijama • nedostatak podrške od strane države za IPO državnih kompanija • teška materijalna situacija vodi ka smanjenju broja zaposlenih
<p>ŠANSE</p> <ul style="list-style-type: none"> • listiranje javnih preduzeća • inicijalne javne ponude većih privatnih kompanija • podizanje kvaliteta postojeće ponude akcija • regionalno berzansko povezivanje • olakšavanje listiranja malih i srednjih privatnih preduzeća 	<p>PRETNJE</p> <ul style="list-style-type: none"> • delistiranje postojećih kompanija • povlačenje stranih investitora • politički uticaj na berzu i Komisiju • listiranje većih privatnih kompanija na stranim berzama • prodaja javnih preduzeća tenderom ili direktnom prodajom, van berze

Izvor: Rezultat autorovog istraživanja.

Globalno tržište kapitala može Srbiji da transferiše znanje i iskustvo u vezi sa razvojem tržišta kapitala, inicijalnim javnim ponudama ili izvještavanjem kompanija, kako bi

tehnički bili spremni za priliv novih kompanija na berzi, ali to neće povećati promet niti kapitalizaciju berze. Rastuća globalna likvidnost može dovesti nove investicije stranih investitora u srpske akcije jer ponovo raste interesovanje za ulaganje u nerazvijena tržišta kapitala kao što je naše, ali to nosi već poznatu veliku dozu rizika. Ukoliko srpsko tržište kapitala ne izgradi samo novu bazu investitora, ili ponudi kvalitetnije hartije – akcije atraktivnih kompanija koje objavljuju podatke i žele da rastu zajedno sa berzom, neće moći da se krene naprijed.

5.1. Sprečavanje uvoza budućih kriza na srpsko tržište kapitala

Da bi se spriječio uvoz budućih kriza mora se prvo utvrditi zašto je ova kriza ostavila toliko dubok trag na srpskom tržištu kapitala. Iako je u 2008. godini, kada je kriza bila na vrhuncu, od svih berzi u svijetu samo berza u Tunisu tu godinu završila rastom, a sve ostale svjetske berze sa minusom jer nijedna druga berza nije ostala pošteđena, višu stopu gubitaka vrijednosti berzanskog indeksa od Srbije imalo je još samo nekoliko zemalja, poput Islanda -94%, Bugarske -80%, Ukrajine -73%, Ujedinjenih Arapskih Emirata -72% i Litvanije -71%. Bosna i Hercegovina, Crna Gora, Rumunija, Slovenija, Makedonija, Grčka, skoro sve zemlje iz regiona takođe su bile među negativnim rekorderima. Iako su neke od njih ranije počele sa trgovinom akcijama ili su imale razvijenije institucije i veće berzanske promete, sve su imale i slične nedostatke, kako na makroekonomskom nivou tako i na nivou tržišta kapitala. Srbija se našla prerano na udaru finansijskog cunamija, potpuno nespremna za reakciju na tržištu kapitala.

Kao osnovni uzroci stvaranja ambijenta koji je pogodovao pojavi visokog intenziteta krize u Srbiji mogu se izdvojiti sledeći makroekonomski problemi:

- nedovoljno visoke stope rasta bruto društvenog proizvoda u periodu od 2001. godine;
- nedovoljan nivo stranih direktnih investicija;
- veliko učešće stranih banaka u domaćem bankarskom sistemu;
- visoke stope nezaposlenosti;

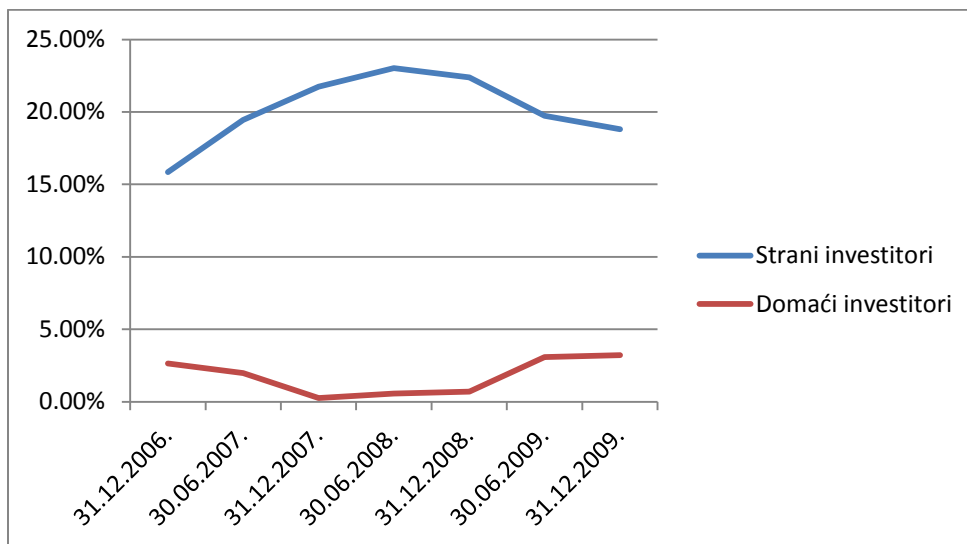
- visok nivo deficita;
- dirigovan i politički vođen proces privatizacije;
- niske stope rasta izvoza;
- rast spoljnog duga;
- forsiranje kontrolisanog nivoa deviznog kursa;
- nedovoljan nivo domaće štednje;
- jak uticaj politike kod vođenja ekonomske politike;
- višak zaposlenih u javnoj upravi;
- nekritičko prihvatanje svih preporuka Međunarodnog monetarnog fonda i Svjetske banke;
- odlaganje procesa reformi u sudstvu i potpunom javnom sektoru;
- nedovoljna regionalna povezanost i zakonska usaglašenost.

Problemi koji su vezani za tržište kapitala, a koji su imali veliki uticaj na dubinu i trajanje krize su:

- nizak nivo učešća domaćih investitora u berzanskoj trgovini;
- visoko učešće stranih investitora u trgovini, posebno u počecima berzanske trgovine u zemlji;
- kašnjenje sa uvođenjem odgovarajućih tehničkih trgovačkih rješenja na Beogradskoj berzi;
- kašnjenje sa donošenjem ključnih zakonskih propisa;
- nesposobnost organa berze i Komisije da sprovedu svoju nadzornu ulogu prema svim učesnicima na tržištu;
- tolerisanje brojnih primjera nepoštovanja principa korporativnog poslovanja od strane Komisije i berze;
- kontroverze kod davanja saglasnosti na ponude za preuzimanje akcija;
- tržišne manipulacije od strane brokera;
- bankrotstvo banaka koje su bile listirane na berzi;

- ignorisanje obaveze objavljivanja poslovnih rezultata i javnih informacija od strane emitenata;
- insajderska trgovina od strane brokera i menadžmenta kompanija;
- nedovoljan nivo znanja učesnika na tržištu.

Ponašanje stranih investitora tokom krize tržišta kapitala u Srbiji može se, pored indeksa koji prikazuju učešće stranih investitora u prometu akcijama, predstaviti i na konkretnom primjeru akcija Energoprojekt Holding Beograd u periodu od 2006. do 2009. godine (ova akcija odabrana je zato što u posmatranom periodu nije imala nove emisije akcija, a i uvijek se nalazila na Primarnom listingu Beogradske berze). U ovoj firmi 27,3% kapitala bilo je u rukama države, dok je ostalo bilo slobodno za trgovinu i predmet investiranja stranih i domaćih investitora (Grafikon 5.1). Podaci kojima smo raspolagali odnose se samo na 20 najvećih akcionara, pošto istorijska baza svih investitora nije bila dostupna, tako da ovaj podatak služi više kao pokazatelj trenda nego kao jedino ispravno stanje (u slučaju stranih investitora vjerovatno je bliže realnom stanju jer su strani fondovi obično kupovali veće paketa akcija, tako da su najčešće bili među najvećim akcionarima u kompanijama na berzi).



Grafikon 5.1. Kretanje procenta učešća stranih i domaćih investitora koji su se nalazili među 20 najvećih akcionara u ukupnom akcijskom kapitalu Energoprojekt Holding (2006-2009. godine)⁵²²

Izvor: Centralni registar hartija od vrednosti Republike Srbije (23. maj 2016). www.crhov.rs

Vidimo da se učešće stranih investitora u vlasničkoj strukturi Energoprojekt Holdinga povećavalo od 2006. do sredine 2008. godine, da bi potom počelo njihovo smanjivanje, a povećava se učešće domaćih investitora. Na primjeru ove kompanije vidi se da su strani investitori simultano počeli da izlaze sa srpskog tržišta kapitala, a da su se kao jedini kupci pojavili domaći investitori, koji su opet bili nedovoljno snažni i brojni da održe nivo cijena.

Brojni problemi koji su nabrojani treba da budu riješeni kako bi srpsko tržište kapitala ojačalo i bilo spremno za eventualne buduće krize. Makroekonomski problemi predstavljaju ozbiljan zadatak za organe vlasti u Srbiji, koji moraju da hodaju po tankoj žici maksimiziranja političke koristi sa sprovođenjem bolnih reformi. Restrukturiranje srpske privrede je proces koji mora da se sprovede, i u uslovima sve veće globalne konkurentnosti biće sve komplikovanije ostvariti neophodne promjene u privredi i društvu. Rast nezaposlenosti smanjuje investicionu i ličnu potrošnju i podstiče recesiju, preteći da je pretvori u depresiju, što već dugo postoji kao realan makroekonomski scenario. U 2013.

⁵²² Centralni registar hartija od vrednosti Republike Srbije (11. maj 2016). www.crhov.rs.

godini odnos izdržavanih lica približio se broju aktivnih lica (1,0:1,1), što utiče na teškoće u penzijskom i zdravstvenom osiguranju, zatim izdatke za obrazovanje, nauku, kulturu, itd., kao i na održavanje unutrašnje i spoljne likvidnosti.⁵²³ Glavni cilj, obezbjeđivanje visokih stopa privrednog rasta, zahtjeva sinhronizovanu aktivnost svih nadležnih organa, i nažalost, ne zavisi samo od Srbije, pošto investitori posmatraju region Zapadnog Balkana kao jedno potencijalno tržište. Prvi korak predstavlja stvaranje sigurnog poslovnog ambijenta, sa predvidivim obavezama i kontrolisanim rizicima. Globalna kriza dovela je do globalnog unificiranja regulative koja se odnosi na strožu kontrolu bankarskog sektora (Bazel III). Proces pridruživanja Srbije Evropskoj uniji dovodi do brojnih usklađivanja u svim oblastima, što samo može da pomogne kvalitetnijem i bržem završetku procesa tranzicije.

Siguran način kojim može da se spriječi ponovno prelivanje finansijske krize na srpsku privredu i tržište kapitala ne postoji. Ekonomska povezanost sa regionom, Evropskom unijom, Rusijom, Kinom, postaje ključni deo ekonomske strategije, kao i privlačenje stranih investicija. Bankarski sistem sa dominantnim stranim bankama, visok nivo spoljnog duga, dalji rast nezaposlenosti, kontrolisani devizni kurs, odlaganje završetka privatizacije, predstavljaju kategorije koje se neće promijeniti u skorijoj budućnosti u Srbiji. To već čini sveobuhvatnu i uspješnu reformu veoma teško sprovodivom i ostavlja dovoljno prostora da se scenario ponovi. Decentralizacija poslovanja banaka sa filijalama u CIE, gdje će lokalne banke u budućnosti morati manje da se oslone na kreditiranje iz centrala, a više na razvoj lokalne depozitne baze, pomaže jačanju domaćeg bankarskog sektora.

Sa druge strane, veliki broj aktivnosti koje se odnose na tržište kapitala može da se učini prilično brzo. Iako je već godinama veliki problem kadrovska neosposobljenost institucija tržišta kapitala, one moraju da pojačaju i kontrolu učesnika i emitenata, do podizanja kvaliteta informisanja na visok nivo. U situaciji kada domaći investitori raspolažu velikim količinama likvidnih sredstava i kad je ponovo počela aktivnija građevinska aktivnost, uz niske kamatne stope na štednju, Beogradska berza može da predstavlja jednu od alternativnih investicionih opcija. Činjenica da je sada prisustvo stranih investitora manje

⁵²³ Beogradska berza (2014). *Godišnji izveštaj o poslovanju u 2013. godini*, str. 3, www.belex.rs.

nego prije krize 2008. godine, iako utiče na likvidnost, ostavlja prostor za veće prisustvo domaćih investitora, fizičkih i institucionalnih. Edukacija javnosti, kao i brokera i analitičara, može ponovo da vrati ključnu stvar – povjerenje. Ne smije se čekati da se stvore makroekonomski uslovi, treba insistirati na inicijalnoj javnoj ponudi i nadati se da će se uskoro pojaviti prva prava kompanija-emitent, koja želi da prikupi kapital putem berze. Da bi se spriječio uvoz krize Srbija mora da stane na noge i krene snažno naprijed po svim relevantnim kategorijama. Jačanje domaće štednje i investicija, uz poštovanje zakonskih odredaba na tržištu kapitala, može da bude dobar osnov na kojem se gradi nova ekonomija.

5.2. *Tranzicija srpskog tržišta kapitala*

Tranziciju srpskog tržišta kapitala ne možemo posmatrati izdvojeno od tranzicije u kojoj se nalazi naše društvo, samim tim i privreda i tržište kapitala. Nemoguće je da se jedan segment ekonomije razvija znatno većom brzinom u odnosu na druge i zato taj proces mora da teče sinhronizovano. Naravno, postoji mnogo veoma važnih koraka koji su vezani za tržište kapitala i za čije nesprovođenje ne postoji izgovor. Srpska privreda je u posljednjih šest godina tri puta ulazila u recesiju, od prve iz 2009. godine, čije je pojavljivanje ubrzala globalna kriza, preko recesija iz 2012. i 2014. godine, koje su bile izazvane prirodnim katastrofama (poplave). Gubici i napravljene štete od majskih poplava u 2014. godini procjenjeni su na 1,5 milijardi evra ili ukupno 4,75% bruto društvenog proizvoda.⁵²⁴ U takvim okolnostima nesumnjivo je potreban proaktivan pristup u poboljšanju srpskog tržišta kapitala, u okvirima u kojima postoji velika mogućnost za napredak.

Za krizu koja je zadesila domaće finansijsko tržište i čije se posljedice još osjećaju možemo reći da je primarno bila kriza srpskog tržišta kapitala, pa tek je onda riječ o posljedicama uticaja globalne krize na našu berzu. Uvezena kriza sa svjetskih tržišta kapitala bila je samo akcelerator već predodređenog berzanskog sloma u Srbiji. Srpsko tržište kapitala svoj brzi rast u periodu 2002-2006. godine u pogledu cijena i prometa duguje prevashodno stranim

⁵²⁴ Dokument Grupe Svetske banke (2015). *Strateški okvir za partnerstvo za Srbiju za period od 2016. do 2020. fiskalne godine*, www-wds.worldbank.org.

investitorima. Takva berzanska situacija privukla je poslije par godina i domaće investitore i među njima formirala nerealna očekivanja da će se takav rast nastaviti još dugi niz godina. Za svega pet godina od početka trgovine akcijama i sa i dalje nerazvijenim tržištem kapitala, naduvan je balon berzanskih cijena. Slaba ponuda kvalitetnih akcija dovela je do previsokih evaluacija tih hartija i podigla euforiju za investiranje na berzi. Na bazi tih visokih cijena kompanije i banke su se odlučivale za emisije novih akcija, čime je ponuda hartija postajala sve veća, što je dovelo do zasićenja na strani tražnje. Najveći dnevni pad BELEX15 od 6,53%, u maju 2007. godine samo je kao okidač iskoristio jedan relativno bitan politički događaj (to je bilo prvi put da Beogradska berza toliko drastično reaguje na politički događaj, čak ni ubistvo premijera Zorana Đinđića nije izazvalo toliki potres). Sve se to dešavalo 17 mjeseci prije kolapsa Liman bradersa, u periodu kada je malo ko od investitora na srpskom tržištu kapitala znao za probleme na finansijskom tržištu u Sjedinjenim Američkim Državama. Veliki strani investitori počeli su da prodaju akcije, a na strani kupovine bili su samo domaći mali investitori i tek formirani srpski investicioni fondovi, koji nisu mogli da održe likvidnost. Uslijedile su brojne negativne informacije na stranim tržištima i strani investitori su nastavili još agresivnije da prodaju akcije, što je ubrzalo pad cijena, a da se istovremeno nije formirao novi krug kupaca. Strani ulagači su tempo razvoja našeg tržišta kapitala prebacili u veću brzinu, za koju ni emitenti, ni brokeri, ni domaći investitori nisu bili spremni.

Koncept tržišnog određivanja cijena, što uključuje ravnopravnost svih učesnika, javnost podataka i konkurenciju, u situaciji kada se vršila preraspodjela državne imovine, nije bio po volji političarima, tajkunima, menadžerima u tim kompanijama. Od početka trgovine akcijama u Srbiji ove interesne grupe uložile su sve svoje napore da izbjegnu berzu pri preuzimanju kontrole nad preduzećima ili da iskoriste mogućnost da manipulacijama na berzi ostvare svoje namjere. Dešavalo se da se kontaktiraju kupci akcija nekog preduzeća na berzi s pitanjem kakve su namjere i zašto je to urađeno. Na berzanskoj pozornici pojavili su se učesnici koji su berzu sveli na pijacu u kojoj se sve može riješiti dogovorom. Pri tome, rast prometa i tržišne kapitalizacije zamazao je oči svima koji su te podatke stavljali

ispred suštinskih nedostataka. U takvim okolnostima, gdje se berza posmatrala kao sredstvo, a ne kao svrha, nije moglo doći do drugačijeg scenarija.

Prihvatanje koncepta benignog zanemarivanja bila je kritična greška regulatora, koji nisu mogli da održavaju korak sa ubrzanim razvojem finansijske industrije. Regulatori su bili svjesni da je njihov uticaj zavisio od političke volje i tako su se i ponašali. Pored unutrašnjeg faktora, oni su morali dodatno da budu svjesni da njihova moć na tržištu kapitala može postati ograničena i zbog uticaja globalnih finansijskih tokova, na koje niko nije imao uticaj.⁵²⁵

Kada posmatramo dostignuti nivo razvoja tržišta kapitala u kojem se Srbija nalazi, ona definitivno predstavlja granično tržište kapitala (engl. *Frontier Market*). Karakteristike graničnih tržišta su vrlo izražena politička nestabilnost, mogućnost državne intervencije u privredi, monopoli nad najvažnijim resursima.⁵²⁶ Ključna karakteristika ovih tržišta je problem niske likvidnosti: postoji mali broj kompanija sa visokom tržišnom kapitalizacijom, sa malim brojem emitovanih akcija, neredovnom trgovinom sa malim prometom i to značajno podiže nivo sistemskog rizika kod investiranja. Takođe, obično nedostaju duže vremenske serije podataka koji mogu da se analiziraju, kao i slaba dostupnost informacija o emitentima.⁵²⁷ Ova tržišta se s pravom nazivaju i egzotična, tako da su se u tom stilu i ponašali strani investitori koji su dolazili u 2002. godini, kada su tražili da im se, direktno sa aerodroma, prvo pokažu ostaci ruševina od NATO bombardovanja 1999. godine, pa su tek poslije išli u posjete kompanijama. Takvu egzotičnost za strane investitore više nemamo i njihovo prisustvo na našoj berzi i u 2016. godini i dalje je veoma značajno. Berzanski gubici koje su oni pretrpjeli tokom krize u prosjeku su i kumulativno mnogo manji nego što je bila njihova zarada, ali bez prilike za

⁵²⁵ Visco, I. (2013). *The Financial Sector After The Crisis*, BIS Central Bankers' Speeches, Imperial Business Insights – Imperial College London, UK, 5. March 2013.

⁵²⁶ Graham, G. & Emid, A. (2013). *Investing in Frontier Markets: Opportunity, Risk, and Role in an Investment Portfolio*, John Wiley and Sons, Mississauga, Canada, str. 3,

⁵²⁷ Živković, B. & Minović, J. (2010). *Illiquidity of Frontier Financial Market: Case of Serbia*, PANOECOMICUS, 3, str. 349-367.

buduće velike profite Srbija više nikad neće doživjeti onakvu intenzivnu aktivnost stranih ulagača.

Tržište kapitala veoma zavisi od bankarskog sektora u Srbiji, ali bankarski sektor nije mnogo zavisn od tržišta kapitala. Slučaj srpske Liman braders banke – Agrobanke, zajedno sa Razvojnou bankom Novi Sad, Privrednom bankom Beograd i Univerzal bankom Beograd, u velikoj mjeri je uticao na gubitak povjerenja u tržište kapitala, ali i u institucije poput Narodne banke Srbije, Komisije za hartije od vrijednosti i Beogradske berze. Investitori su se pitali koliko još sličnih kompanija ili banaka postoji na berzi i opravdano odustajali od investiranja, ne računajući veliki broj onih koji su direktno pretrpjeli gubitke, kao i brojni domaći investitori.

Danas se jedino za kompanije koje se sada nalaze na Primarnom listingu (Naftna industrija Srbije, Aerodrom “Nikola Tesla“, Energoprojekt Holding, Soja Protein) i na Standardnom listingu (Alfa Plam, Jedinstvo Sevojno, Komercijalna banka, Metalac) može reći da u određenoj mjeri ispunjavaju svoje obaveze, ali su te obaveze i dalje nedovoljno precizno definisane. Dalja budućnost Beogradske berze je u kompanijama na ovom berzanskom listingu jer one danas predstavljaju realnost Beogradske berze. Njihova tržišna kapitalizacija iznosi 1,55 milijardi evra i to predstavlja realnu kapitalizaciju Beogradske berze, a ne 5.253 milijardi evra, koliko iznosi sa svim akcijama na četiri segmenta tržišta akcijama na Beogradskoj berzi, dok realna visina prometa akcijama na Beogradskoj berzi za prva četiri mjeseca 2016. godine iznosi 7,5, a ne 16,7 miliona evra. Koliko god ovi podaci izgledali poražavajuće, jedino na ovaj način može da se krene u novi život Beogradske berze, priznavanjem realnog stanja, jer se kompanije koje se nalaze van Primarnog i Standardnog listinga zvanično i ne registruju kao listirane na Beogradskoj berzi i ne treba ni da budu uračunate u zvanične podatke, koji samo iskrivljuju realnost.

Sušтина tranzicije je prelazak iz jedne faze u drugu, bolju, kvalitetniju fazu. Srpsko tržište kapitala, i pored petnaest godina koje su prošle od njegovog novog početka, još uvijek

nema karakteristike razvijenog tržišta kapitala. Nastavak tranzicije srpskog tržišta kapitala i Beogradske berze mogu i moraju da pokrenu sljedeći ključni učesnici i institucije:

- domaći fizički investitori, koji treba ponovo da steknu povjerenje u institucije tržišta kapitala, prevaziđu strah od investiranja i ponovo počnu da investiraju na Beogradskoj berzi;
- domaći investicioni i penzioni fondovi, koji sada pretežno ulažu u niskorizične dužničke hartije od vrijednosti ili inostrane akcije i koji moraju da povećaju svoje investiranje u akcije na Beogradskoj berzi;
- privatne kompanije, budući emitenti akcija koji žele da se listiraju na berzi i na njoj prikupe dodatni kapital, spremni da izvrše sve obaveza koje to listiranje nosi sa sobom;
- postojeće kompanije sa drugih segmenata berzanskih listinga, među kojima treba pronaći kompanije koje bi, uz institucionalnu podršku, mogle da se listiraju na zvaničnom listingu;
- organi lokalne samouprave, koji treba da slijede primjere opština Šabac i Stara Pazova, koji su izdavanjem municipalnih obveznica obezbijedili sredstva za neophodne investicije, a u čije su obveznice investirali i građani Srbije;
- Komisija za hartije od vrednosti, koja mora da drži visok profesionalni nivo kod sprovođenja svih svojih nadležnosti, bez ikakvih ustupaka;
- Beogradska berza, otvaranjem svojih listinga za brzo i jeftino listiranje malih i srednjih privatnih preduzeća, koji su najviše izloženi strožim bankarskim uslovima kod kreditiranja. Iz ove kritične mase kreiraće se buduće kompanije za berzanske listinge;
- država, stimulisanjem berzanske trgovine putem oslobađanja od plaćanja poreza na kapitalnu dobit.

Aktivnija uloga države Srbije u razvoju tržišta kapitala, koju svi godinama priželjkuju, neće još dugo biti prisutna i na njene značajnije aktivnosti, u smislu listiranja neke državne kompanije, ne treba računati. Prevelik je ulog odricanje od mogućnosti kontrole nad

velikim državnim sistemima (pa čak i nad malim) i zato tu ne treba očekivati nikakav iskorak.

Kako izgraditi povjerenje u institucije tržišta kapitala u Srbiji i kako vratiti investitore? Treba ispraviti greške koje su i dovele do krize koja je počela 2007. godine i još uvijek traje, i koju možemo nazvati krizom srpskog tržišta kapitala, prije nego uticajem globalne finansijske krize na naše tržište. Tržište kapitala u Srbiji i regionu nije, nažalost, imalo svoju Bečku inicijativu ili pomoć Ministarstva finansija kada im je to bilo najpotrebnije, kao što ni banke u regionu i u Srbiji ne bi preživjele udar koji im je stizao da nije bilo intervencije Međunarodnog monetarnog fonda. Potrebno je još više znanja, još više kvalitetnih kompanija na primarnom listingu, potrebna je prva inicijalna javna ponuda. Potrebni su domaći investicioni fondovi, potrebni su kvalitetni i nekorumpirani brokeri, potrebni su kvalitetni analitičari. Prije svega ovoga, potrebno je realno sagledati činjenice i priznati da je Beogradska berza granično tržište i da bez ispunjenja ovih uslova, i bez napretka srpske privrede, to je i jedino što će biti. Srpski investicioni i penzioni fondovi sve manje ulažu u srpske akcije, a jedan od razloga je i što nemaju povjerenje u korporativno upravljanje u tim kompanijama, a pri tome se i ne trude da promjene stav u tim kompanijama prema investitorima. To je i veliki zadatak koji se nalazi pred Beogradskom berzom jer investitori moraju da steknu povjerenje u tržišne instrumente, hartije od vrijednosti koje im se nude, i ključno je da se sistemski rizik, koji je vezan za funkcionisanje svih uobičajenih berzanskih aktivnosti, smanji na prihvatljiv nivo. Investiranje u akcije nosi veliki rizik, ali cilj mora da bude da on u što većoj mjeri postane vezan isključivo za performanse kompanija.

Za srpsku državu ovakva Beogradska berza nije neuspjeh jer ništa od nje nisu ni očekivali, zato su i zadovoljni postojećim stanjem. Za strane investitor, ovo je bilo još jedno granično tržište u nizu koje je ispunilo njihova očekivanja i oni su već odavno na putu ka Vijetnamu, Mozambiku, Bangladešu. Za male domaće investitore, domaće brokerske kuće, Beogradsku berzu, domaće fondove, ovo je adresa na kojoj su oni prijavljeni i očekuju da dobiju jedno pošteno, kvalitetno i fer tržište kapitala i siguran sam da će to i dobiti, prije ili kasnije. Put

ka privatnim kompanijama koje žele da se listiraju, a ne da im se to nameće, put ka manjem broju kvalitetnih emitenata i isključenju sa berze svih ostalih koji se silom prilika i dalje tu vode da bi podigli tržišnu kapitalizaciju, put ka regionalnom povezivanju berzi, to je jedini tranzicioni put kojim srpsko tržište kapitala može i mora da prođe.

I upravo regionalno povezivanje berzi putem trgovačke platforme u okviru zajedničkog ulaganja u kompaniju SEE Link, koju su 2014. godine pokrenule Sofijska berza, Makedonska berza i Zagrebačka burza (uz podršku EBRD), predstavlja svjetlo na kraju tunela za sva tržišta kapitala u regionu. Ovom projektu priključili su se i Beogradska i Ljubljanska berza dana 22. februara 2016. godine, Banjalučka berza u martu i Atinska berza u aprilu 2016. godine. Riječ je o najvažnijem projektu za razvoj tržišta kapitala u regionu, koji sa tri berze osnivača čini tržište od 400 listiranih kompanija sa ukupno 30 milijardi dolara tržišne kapitalizacije.⁵²⁸ Sa uključenjem u trgovinu svih ovih tržišta dobiće se ozbiljno tržište kapitala, sa kvalitetnim kompanijama i visokom likvidnošću, po ugledu na NASDAQ NORDIC. Ovakva platforma odgovara i domaćim i stranim investitorima i, ako se budu poštovale norme korporativnog upravljanja i izvještavanja listiranih kompanija, postoji dobra šansa da ovaj projekat dobije prefiks istorijski. To je jedini put kojim srpsko tržište kapitala može da nastavi svoju tranziciju i konačno je krenulo u pravom smjeru.

⁵²⁸ *SEE-Link* (23. maj 2016). www.see-link.net.

ZAKLJUČAK

Centralna tema ovog rada je uticaj svjetskog tržišta kapitala na tržište kapitala u Srbiji i na proces njegove tranzicije u periodu od 2000. do 2015. godine. Ovaj rad je pokušao da predstavi transmisionu kanale kojima je globalno tržište kapitala, sa svim svojim karakteristikama, uticalo na proces razvoja i transformacije srpskog tržišta kapitala u prethodnih petnaest godina postojanja. Razvoj tržišta kapitala u Srbiji analiziran je prezentovanjem uslova u kojima je ono nastalo i u kojima se ono, sa početkom procesa tranzicije srpskog društva i privrede, razvijalo i raslo. Poseban akcenat stavljen je na globalnu finansijsku krizu iz 2008. godine, koja je imala izuzetno snažan uticaj na sva svjetska tržišta i koja je izazvala jaku i koordinisanu regulatornu reakciju u najrazvijenijim zemljama svijeta. Posljedice svjetske finansijske krize na srpsko tržište kapitala bile su predmet posebne analize, budući da je tranzicija srpskog tržišta kapitala bila pod velikim uticajem globalnog, odnosno evropskog tržišta kapitala, pošto je najveći broj stranih portfolio investitora na srpskom tržištu kapitala došao iz zemalja Evropske unije. Činjenica da je srpsko tržište kapitala imalo izuzetno snažnu reakciju na globalnu finansijsku krizu, koja je ubrzala pucanje berzanskog balona koji se već formirao ne samo na Beogradskoj berzi kao jedinom organizovanom tržištu kapitala u Srbiji, već i u cijelom regionu, predstavlja jednu od osnovnih tema ovog rada. Analiza relacija između globalnog i srpskog tržišta kapitala i aktuelno stanje i perspektive procesa tranzicije srpskog tržišta kapitala predstavljeni su u završnom poglavlju ovog rada.

Tržište kapitala u Srbiji sastavljeno je od berzanskog i vanberzanskog tržišta akcija, kao i tržišta dugoročnih obveznica stare devizne štednje, ali je predmet ovog rada u najvećoj mjeri bilo organizovano tržište akcija, na kojem se najbolje mogla analizirati tranzicija srpskog tržišta kapitala kroz reformu svojinskih odnosa, regulative i institucija, kao i uloga svjetskog tržišta kapitala u njegovom razvoju. Kao početno stanje u njegovoj tranziciji uzima se stanje iz 2000. godine, koje karakteriše skoro nepostojeće tržište kapitala, kao i nepostojanje investicionih i penzionih fondova i Centralnog registra hartija od vrijednosti. Takođe, nisu bili prisutni strani investitori, tada aktuelni Zakon o privatizaciji nije imao

odredbe koje su se odnosile na tržište kapitala, a naše institucije tržišta kapitala nisu bile članice međunarodnih organizacija. Finansijsko tržište u Srbiji zasnivalo se na tržištu novca i kratkoročnih dužničkih hartija od vrijednosti.

Novi početak srpskog tržišta akcija, poslije pola vijeka pauze u poslovanju, vezuje se za donošenje Zakona o privatizaciji iz 2001. godine, kojim je proces privatizacije društvenih preduzeća u Srbiji postao obavezujući i oročen, dok je berzanska trgovina akcijama postala obavezna za sva akcionarska društva u Srbiji. U periodu kada se odvijao novi početak tržišta akcija u Srbiji svjetsko tržište kapitala ulazilo je u novu fazu velike likvidnosti i investicionog buma. U Sjedinjenim Američkim Država bum na tržištu nekretnina pokrenuo je tržište hipotekarnih derivata, koje je ubrzo naraslo do ogromnih razmjera, podstaknuto sve većom količinom odobrenih hipotekarnih kredita drugorazrednim klijentima, ali i visokim stepenom moralnog hazarda kod hipotekarnih institucija, investicionih banaka i rejting agencija. Berzanski indeksi širom svijeta dostigli su svoje istorijske maksimume, a slobodan kapital sve je više tražio rizične investicije.

Navedene okolnosti, u kojima se velika količina novog kapitala na globalnom nivou investirala u investicione fondove, privukle su investitore i u investicione fondove koji su ulagali u tržišta kapitala u tranzicionim zemljama Centralne i Istočne Evrope. Posebno su bili aktivni investicioni fondovi iz Skandinavije, koji su na početku investirali u njima bliske zemlje Baltika, da bi odatle krenuli ka ruskom i tržištima kapitala Balkana, dok su im kapital obezbjeđivali veliki penzioni fondovi i osiguravajuće kompanije iz matičnih zemalja, koji su ujedno i svjetski lideri po procentu investiranja svoje imovine u akcije. Investiranje u egzotična i granična tržišta kapitala obično nije prihvatljiva opcija za najveći broj investitora, ali zahvaljujući iskustvu iz Baltičkih zemalja, koje su takođe bile u procesu tranzicije iz centralno-planske privrede u tržišnu ekonomiju, ovi investicioni fondovi dobili su sigurnost da dođu na srpsko tržište kapitala. Investitori iz Slovenije i Hrvatske takođe su bili veoma bitni za početne faze razvoja tržišta kapitala jer su poslije ličnog iskustva u svojim zemljama i ostvarenih značajnih profitnih stopa, pretpostavili da i naše tržište akcija krije veliki potencijal za rast. Upravo je nerazvijenost našeg tržišta akcija i činjenica da se ono tek formiralo u tim godinama, kako u pogleda regulative tako i u pogledu institucija,

privuklo ove špekulativne investitore, ali zato je i odbilo one sa dugoročnijom investicionom politikom, čime je dokazana i prva hipoteza u ovom radu, koja se odnosila na razvoj srpskog tržišta kapitala u uslovima globalnog investicionog balona na tržištima kapitala.

Zahvaljujući dolasku stranih investitora na Beogradsku berzu na samom početku berzanske trgovine, veoma visoke stope rasta cijena akcija ostvarene su već u prvim mjesecima od kada je počela kontinuirana berzanska trgovina akcijama u oktobru 2004. godine, da bi za naredne tri godine (2005-2007. godina) berzanski indeksi BELEXline i BELEX15 ostvarili ukupan rast od 300-400%. U periodu visokih stopa rasta cijena berzanskih akcija 2005-2007. godine ključnu ulogu imali su strani investitori, koji su prema koeficijentu učešća stranih investitora u ukupnom prometu akcija imali više od polovine učešća (pošto Beogradska berza nije objavila podatke o učešću stranih investitora na strani kupovine akcija u periodu 2005-2006. godine, može se pretpostaviti da je to učešće bilo izuzetno visoko jer su se na strani prodaje skoro isključivo nalazili mali akcionari, građani Srbije). Domaći investitori su se u tom periodu pojavljivali uglavnom kao kupci većinskih paketa akcija putem ponuda za preuzimanje akcija, dok su domaći portfolio investitori uglavnom dolazili iz redova berzanskih posrednika i dilerskih kuća. Najbolji primjer strukture akcionara u srpskim kompanijama u tom periodu predstavlja primjer Hemofarma iz Vršca, u kojem su osam od prvih deset akcionara po veličini kapitala bili strani investitori koji su kontrolisali 58% kapitala najveće srpske farmaceutske kompanije. Domaći institucionalni investitori (investicioni i penzioni fondovi) počeli su s radom tek 2007. godine, kada je balkanski berzanski balon, a posebno balon na tržištu akcija u Srbiji, već bio pred pucanjem zbog nerealnih evaluacija lokalnih kompanija, političke nestabilnosti i najava globalne finansijske krize, čime je dokazana i druga hipoteza ovog rada koja se odnosila na ključnu ulogu stranih investitora u rastu berzanskih cijena i prometa na Beogradskoj berzi u periodu 2003-2007. godine.

Kao što su inostrani investitori imali ključnu ulogu u rastu cijena akcija i prometa na Beogradskoj berzi tokom perioda formiranja balona cijena akcija, tako su bili i glavni uzročnici drastične korekcije cijena koja se desila na Beogradskoj berzi u periodu 2007-

2009. godine. Upravo je visoko učešće stranih investitora u strukturi akcionara najvećih i najlikvidnijih srpskih kompanija i banaka, u situaciji kada se globalna finansijska kriza pojavila kao realna opasnost, dovelo do velikog rasta ponude akcija s njihove strane, ali istovremeno i do smanjenja tražnje pošto su ti, iako malobrojni, strani investitori bili ujedno i najveći kupci akcija na našoj berzi. Nedovoljno razvijena domaća tražnja za akcijama, koju nisu mogli da kreiraju novoosnovani investicioni i penzioni fondovi sa svojom ukupnom neto imovinom od 50 miliona evra na kraju 2007. godine (promet akcijama na Beogradskoj berzi u 2007. godini iznosio je 1,8 milijardi evra), nije mogla da zadrži cijene na postojećem nivou i one su pod pritiskom snažnog prodajnog talasa počele svoj sunovrat. Strani investitori bili su prisiljeni da prodaju svoje udjele u srpskim kompanijama, prije svega zbog velikog pritiska od svojih investitora u fondove, pošto su i oni bili izloženi gubicima u svojim ostalim investicijama, a sve zbog globalnog karaktera finansijske krize koja se iz Sjedinjenih Američkih Država proširila po cijelom svijetu (jedino je berza u Tunisu od svih svjetskih berzi zabilježila rast berzanskog indeksa u 2008. godini). Bez obzira na to što su u osnovi bili špekulativni investitori, prije svega zbog investiranja na nerazvijenom tržištu kapitala kao što je srpsko, ovi investitori imali su srednjoročni investicioni horizont koji je obuhvatao rok od 4-6 godina za prodaju svog portfelja, što je obično bio period kada se pojavljivao strateški partner iz odgovarajuće industrije ili još veći investicioni fond, kojem bi oni prodali svoje akcije. Ovim je dokazana i treća postavljena hipoteza – da je uticaj globalnog tržišta kapitala u najvećoj mjeri doprineo drastičnom padu cijena akcija i prometa na Beogradskoj berzi.

Četvrta hipoteza koju dokazujemo u ovom radu navodi da je kriza tržišta kapitala u Srbiji bila oštrija nego na razvijenim tržištima kapitala. Ova hipoteza potvrđena je činjenicom da je pad berzanskih indeksa mnogo više bio izražen na Beogradskoj berzi, koja je imala pad berzanskih cijena od 89%, dok je indeks Njujorške berze akcija Dau Džons izgubio 53%, indeks Njemačke berze DAX 54%, a indeks berze u Tokiju NIKKEI 225 je izgubio 60% tokom trajanja globalne finansijske krize. Period koji je prethodio ovom drastičnom padu indeksa BELEX15 bio je period formiranja berzanskog balona na Beogradskoj berzi, koji je u periodu od juna 2006. do maja 2007. godine skočio za više od tri puta. Nije samo

Beogradska berza imala toliko visok rast berzanskih cijena akcija već su sve berze u regionu imale izuzetno visoke stope rasta (posebno Banjalučka i Montenegro berza, sa više od 115% rasta vrijednosti indeksa u 2006. godini, te Makedonska berza sa 109% rasta u 2007. godini). Berze u Ljubljani, Zagrebu i Sofiji takođe su imale veoma visoke stope rasta cijena u 2006. godini u rangu između 40-80%, što potvrđuje tezu da su inostrani investitori ovaj region posmatrali kao jedinstveno tržište, pošto je i pad berzanskih cijena na ovim tržištima pratio isti uzorak. Jedan od najvažnijih koeficijenata razvijenosti jednog tržišta kapitala, koeficijent obrta koji stavlja u odnos ukupan promet akcijama i tržišnu kapitalizaciju berze, na berzama u Beogradu, Ljubljani, Zagrebu, Sofiji i Bukureštu kretao se u rasponu od 2 do 6% (Budimpeštanska berza akcija ima ovaj koeficijent oko 50%), što dokazuje da su ova tržišta, na čelu sa Beogradskom berzom, veoma nelikvidna i time izuzetno ranjiva na pomjeranja na strani prodaje.

Uticaj svjetskog tržišta kapitala na tržište kapitala u Srbiji ne može se svesti samo na uticaj globalne finansijske krize na kretanja berzanskih cijena i prometa na Beogradskoj berzi, koji je dokazan kroz prethodne hipoteze, ili na uticaj stranih investitora na rast cijena i prometa od 2004. do 2007. godine, već i na ključni doprinos ovog tržišta u procesu tranzicije srpskog tržišta kapitala. Taj uticaj prvenstveno se ogledao kroz uticaj na tranziciju srpskog tržišta kapitala putem reformi regulative i svojinskih odnosa (primjena standarda Međunarodne organizacije komisija za hartije od vrednosti u propisima Komisije za hartije od vrijednosti Republike Srbije i Beogradske berze, kao i veliki uticaj Međunarodnog monetarnog fonda i Svjetske banke na sadržinu Zakona o hartijama od vrijednosti i Zakona o privatizaciji, između ostalog, kao i u reformi institucija tržišta kapitala (primjeri sa razvijenih tržišta korišćeni su kod formiranja Centralnog registra hartija od vrijednosti, definisanja propisa vezanih za kastodi poslove, kao i kod donošenja Zakona o investicionim fondovima i Zakona o dobrovoljnim penzijskim fondovima). Kod svih ovih reformi ključnu ulogu su imala iskustva sa globalnog tržišta kapitala, kako bi se uzela najbolja poslovna praksa prilagođena našem tržištu. Drugo, prisustvo stranih investitora, prije svega stranih investicionih fondova, odigralo je veliku ulogu u

emancipaciji kompanija emitenata i berzanskih posrednika, kao i u transferu znanja vezanih za upravljanje imovinom i procjenama investicija.

Upravo taj uticaj, koji je trebalo da bude glavni pozitivni primjer uticaja globalnog, posebno evropskog tržišta kapitala, ostao je u drugom planu zahvaljujući globalnoj krizi tržišta kapitala. Činjenica koja je u ovom radu dokazana jeste da je postojao balkanski berzanski balon koji je počeo da puca 10 mjeseci prije nego što je investiciona banka Ber Štern preuzeta na ivici bankrotstva i čiji je definitivni kolaps potvrdila globalna finansijska kriza, pokazuje da se uzrok kraha na Beogradskoj berzi mora tražiti u nezavršenom procesu tranzicije, koja je svega nekoliko mjeseci prije početka kraha kompletirala regulatorni okvir tržišta kapitala.

Tranzicija srpskog tržišta kapitala još uvijek nije završena iako već godinama postoji sva potrebna regulativa, kao i sve potrebne institucije tržišta kapitala. Jedino još uvijek nije završen proces privatizacije kod najvećih srpskih kompanija, ali je i taj proces skoro priveden kraju. Globalno tržište kapitala i dalje ima značajan uticaj na srpsko tržište, ali sada više kroz investiranje domaćih institucionalnih i malih investitora na stranim tržištima nego što strani investitori investiraju u srpske akcije. Veliki iskorak predstavlja regionalno povezivanje berzi, što već godinama predstavlja san svih učesnika na tržištima kapitala u regionu i u sebi nosi ozbiljan potencijal za napredak. Ono što preostaje da bi se proces tranzicije srpskog tržišta kapitala privedo kraju odnosi se prvenstveno na lokalne faktore, od kojih su najznačajniji nedovoljno učešće domaćih investitora u berzanskoj trgovini akcijama, nepostojanje inicijalne javne ponude privatne ili državne kompanije na Beogradskoj berzi, nizak nivo korporativne odgovornosti listiranih kompanija, slaba državna podrška, nizak nivo medijske promocije. Svi ovi faktori imaju jedan zajednički imenitelj – nedostatak povjerenja u srpsko tržište kapitala. To je faktor koji nije jednostavno obnoviti jer je riječ o osjećaju, a ne racionalnom tumačenju. Potrebni su kvalitetni i konstantni koraci u izgradnji povjerenja koje je neophodno da naše tržište kapitala konačno postane ravnopravan član globalnog tržišta.

LITERATURA:

1. „Investicije“ (2007). SIEPA – Agencija za strana ulaganja i promociju izvoza Republike Srbije, Broj 2, www.siepa.gov.rs
2. Aharon D. Y., Gavious I. & Yosef R. (2011). *Stock market bubble effects on mergers and acquisitions*, The Quarterly Review of Economics and Finance, The Quarterly Review of Economics
3. Alphandery E. (2012). *The Euro Crisis*, Fondation Robert Schuman, European Issue, No 240, www.robert-schuman.eu
4. Amadeo K., *What are Emerging Markets? 5 Defining Characteristics and List.* www.useconomy.about.com (2016)
5. Anderson, S. (2000). A history of the past 40 years in financial crisis, *International Finance Review*, www.ifre.com.
6. Arefi M. (2011). *The Subprime Crisis: The Crisis of Over-Spending and Over-Supply*, UN-HABITAT, Nairobi, Kenia
7. Arnold R. A. (2014). *Economics*, South-Western Cengage Learning, Mason, USA
8. Atkinson T., Luttrell D. & Rosenblum H. (2013). *How Bad Was It? The Costs and Consequences of the 2007-2009 Financial Crisis*, Staff Papers, Federal Reserve of Dallas, No. 20
9. Baig T. & Goldfajn I. (2000). *The Russian Default and the Contagion to Brasil*, www.siteresources.worldbank.org
10. Baily N. M. & Elliott D. J. (2011). *The Causes of the Financial Crisis and the Impact of the Raising Capital Requirements*, in: Demirguc-Kunt A., Evanoff D. D. & Kaufman G. G. (eds). *The International Financial Crisis: Have the Rules of Finance changed?*, World Scientific Publishing Co., Singapore
11. Balli F., Balli H.O., Louis R. J. & Kiet Vo T. (2015). *The transmission of market shocks and bilateral linkages: Evidence from emerging economies*, *International Review of Financial Analysis*, Volume 42
12. Bank for International Settlement (2015), *85th Annual Report; 1 April 2014 – 31 March 2015*

13. Bank for International Settlement (mart 2016) *International regulatory framework for banks (Basel III)*, www.bis.org
14. Bank for International Settlement (septembar 2013), *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange Turnover in April 2013: preliminary global results*
15. Barać D. (2012). *Razgrađivanje supstance ekonomije – zašto smo tu gde smo*, Nova Srpska Politička Misao, www.nspm.rs
16. Bardhan A., Edelstein R. H. & Kroll C. A. (2012), *The Financial Crisis and Housing Markets Worldwide: Similarities, Differences, and Comparisons*, in: Bardhan A., Edelstein R. H. & Kroll C. A. (eds), *Global Housing Markets: Crisis, Policies, and Institutions*, John Willey & Sons, Hoboken, USA
17. Barkhausen H. A. (2010). *Derivates in Bankrupcy: Some Lessons from Lehman Brothers*, *Journal of Structured Finance* 15.4, 7-10,4
18. Barnes P. (2009). *Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse*, Routledge, New York
19. Barnett-Hart A. K. (2009). *The Story of the CDO Market Meltdown: An Empirical Analyses*, Harvard College, Cambridge
20. Battacharya U., Galpin N., Ray R. & Yu X. (2007). *The Role of the Media in the Internet IPO Bubble*, Social Science Reserarch Network
21. Baur B. & Wackerbeck P. (2013). *Into the Shadows: How regulations fuels the growth of the shadows banking sector and how banks need to react*, *The European Financial Review*, www.europeanfinancialreview.com
22. Beck T., Claessens S. & Schmukler S.L. (2013), *Financial Globalization and Crisis: Overview*, The World Bank, Washington DC
23. Beogradska berza (2005). *Godišnji izveštaj za 2004. godinu*, www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/Godisnji_Izvestaj_2004.pdf
24. Beogradska berza (2006). *Godišnji izveštaj za 2005. godinu*, www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/Godisnji_Izvestaj_2005.pdf
25. Beogradska berza (2007). *Godišnji izveštaj za 2006. godinu*, www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/Godisnji_Izvestaj_2006.pdf

26. Beogradska berza (2008). *Godišnji izveštaj za 2007. godinu*, www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/BB_Godisnji%20izvestaj%202007.pdf
27. Beogradska berza (2009). *Godišnji izveštaj za 2008. godinu*, www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/gi_2008.pdf
28. Beogradska berza (2010). *Godišnji izveštaj za 2009. godinu*, www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/gi_2009.pdf
29. Beogradska berza (2011). *Godišnji izveštaj za 2010. godinu*, www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/gi_2010.pdf
30. Beogradska berza (2012). *Godišnji izveštaj za 2011. godinu*, www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/gi_2011.pdf
31. Beogradska berza (2013). *Godišnji izveštaj za 2012. godinu Poštanska štedionica* www.belex.rs/data/2013/04/00082075.pdf
32. Beogradska berza (2013). *Godišnji izveštaj za 2012. godinu*, www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/gi_2012.pdf
33. Beogradska berza (2014). *Godišnji izveštaj za 2013. godinu*, www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/gi_2013.pdf
34. Beogradska berza (2015). *Godišnji izveštaj za 2014. godinu*, www.belex.rs/files/proizvodi_i_usluge/gi_2014.pdf
35. Beogradska berza, (2012), *Pravilnik o listingu Beogradske berze A.D*
36. Biblioteka Narodne Skupštine (2013). *Tema: Položaj mladih u sistemu socijalne zaštite*, Narodna Skupština Republike Srbije, Br. Z-18/13
37. *Biznis & finansije* (2015). Dugovi i potraživanja iz klirinških sporazuma SFRJ: Zaboravljeni dolar, www.bif.rs
38. Bonin J., Hasan I. & Wachtel P (2014). *Banking in Transition Countries*, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, BOFIT Discussion Papers, 8/2014
39. Borio C. & Disyatat P. (2011). *Global Imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS Working Paper, No. 346
40. Bortolotti, B., De Jong F., Nicodano, G. &, Schindele, I. (2004). *Privatization and Stock Market Liquidity*, Stockholm Institute For Financial Research, Stockholm, www.sifr.org

41. Boston Consulting Group (2016). *Global Asset Management 2015: Sparkling Growth with Go-to-Market Excellence*, www.bcgperspectives.com
42. Boston University (2011). *Development in Banking Law*, www.bu.edu
43. Bošnjak M. (2011). *Globalna finansijska i ekonomska kriza 2007-2010. godina – uzroci, posledice i poruke*, Studija za sajt Ministarstva finansija Republike Srbije. www.mfin.gov.rs
44. Boubakri N., Cosset J-C. & Guedhami O. (2001). *Economic Reforms, Corporate Governance and Privatization: Evidence from Developing Countries*, www1.fee.uva.nl
45. Boyd J. H. & Heitz A. (2012). *The Social Costs and Benefits of Too-Big-To-Fail Banks: A “Bounding” Exercise*, www.pdf.semanticscholar.org
46. Brooks C. & Katsaris A. (2006). *Speculative Bubbles in S&P 500: Was the Tech Bubbles Confined to Tech Sector?*, ICMA Centre Discussion Papers in Finance DP 2006-2007, University of Reading, Reading, UK
47. Brown G. (2010). *Beyond the Crash: Overcoming the First Crisis of Globalization*, Free Press, New York
48. Buder M., Lienemeyer M, Magnus M., Smits B & Soukup K. (2011). *The rescue and restructuring of Hypo Real Estate*, Competition Policy Newsletter, www.ec.europa.eu
49. Burton M. & Brown B. (2015). *The Financial System and the Economy*, Routledge, London
50. Cafruny A. W. (2010). *The Global Financial Crisis and the Crisis of European Neoliberalism*, in: Talani L. S. (ed.), *The Global Crash: Towards A New Global Financial Regime*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, England
51. Canals J. (2010). *Building Respectable Companies: Rethinking Business Leadership and the Purpose of the Firm*, Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom
52. Capron L. (2016). *Volkswagen: Still to much power with majority shareholders?*, www.venitism.wordpress.com

53. Carlson M. (2006). *A Brief History of the 1987 Stock Market Crash – with a Discussion of the Federal Reserve Response*, Finance and Economic Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington D.C
54. Ceballos F, Didier T. & Schmukler L. S. (2012). *Financial Globalization in Emerging Countries*, The World Bank
55. Cecchetti S. G., Kohler M. & Upper C. (2009). *Financial Crisis and Economic Activity*, Bank for International Settlement, www.bis.org
56. Chan, J. & Galeza, T. (2015). *What Is Direct Investments? Finance and Development*, Vol. 52 No. 3, International Monetary Fund, www.imf.org
57. Chang C-O & Chen M-C, (2014). *Construction financing in Taiwan: current state and policy regime*, in: Wachter S., Cho M & Tcha M. J. (eds), *The Global Financial Crisis and Housing: A New Policy Paradigm*, Korea Development Institute, Seoul by Edward Elgar Publishing Limited, Chentelham, United Kingdom
58. Chiodo A. J. & Owyang M. T. (2002). *A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998*, The Federal Reserve Bank of St. Louis, www.research.stlouisfed.org
59. Claessens S. & Kose M. A. (2013). *Financial Crisis: Explanations, Types, and Implications*, IMF Working Paper, WP/13/28
60. Cose M. A. & Prasad S. E. (2010). *Emerging Markets Resilience And Growth Amid Global Turmoil*, The Brookings Institution, Washington DC
61. Crnomarković J. (2010). *Pregled spoljnotrgovinske robne razmene Republike Srbije u periodu od 1988-2009. godine*, Trendovi – septembar 2010, www.webrzs.stat.gov.rs
62. Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E. & Levine R. (2013). *Financial development in 205 economies, 1960-2010*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts
63. da Silva M.F., Pereira E. Filho A., de Castro A. Miranda J. & Zebende G. (2016). *Quantifying the contagion effect of the 2008 financial crisis between the G7 countries (by GDP nominal)*, Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, Volume 453
64. Dabić dr S, (1990). *Hartije od vrednosti i njihovo tržište*, Naučna knjiga, Beograd
65. Dai Z., Shackelford D & Zhang D. (2008). *Capital Gains Taxes and Stock Return Volatility: Evidence from Taxpayer Relief Act of 1997*, www.w4.stern.nyu.edu

66. Damjanovic T & Pastor G. (2001). *The Russian Financial Crisis and its Consequences for Central Asia*, IMF Working Paper, International Monetary Fund, www.imf.org
67. Darvas Z. (2011). *A Tale of three Countries: Recovery after Banking Crisis*, Bruegel Policy Contribution, Issue 2011-19
68. Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (2008). *Finance, Financial Sector Policies, and Long Run Growth*, M. Spence Growth Commission Background Paper, No 11, World Bank, Washington, DC.
69. Desai M. A. (2007). *International Finance: A Casebook*, John Wiley & Sons, Hoboken
70. Doak S. R. (2008). *Black Tuesday: Prelude to the Great Depression*, Compass Point Book, Mankato
71. Dodd R. (28.03.2012.) *Markets: Exchange or Over-the-Counter*, International Monetary Fund, www.imf.org
72. Dokument Grupe Svetske banke (2015). *Strateški okvir za partnerstvo za Srbiju za period od 2016. do 2020. fiskalne godine*, www-wds.worldbank.org
73. Dolezalek H. (2012). *The Global Financial Crisis*, ABDO Publishing Company, Edina, SAD.
74. Dow Jones Industrial Stocks (2016). *Index History: Dow Jones Industrial Average*, www.dow-jones-djia.com
75. Doyran M.A. (2011). *Financial Crisis Management and the Pursuit of Power, American Pre-eminence and the Credit Crunch*, Ashgate Publishing Limited, Farnham
76. Drake P. P. & Fabozzi F. J. (2010). *The Basics of Finance: An Introduction to Financial Markets, Business Finance, and Portfolio Management*, John Wiley & Sons, Hoboken, USA
77. Dubel H-J. (2014), *Transatlantic mortgage credit boom and bust – the impact of the market structure and regulation*, in: Wachter S., Cho M & Tcha M. J. (eds), *The Global Financial Crisis and Housing: A New Policy Paradigm*, Korea Development Institute, Seoul by Edward Elgar Publishing Limited, Chentelham
78. Dun & Bradstreet (2007). *Foreign Exchange Markets*, Dun & Bradstreet-Mc Graw-Hill Professional, New York

79. Eckes E. A. (2011). *The Contemporary Global Economy: A History from 1980*, Wiley-Blackwell, Chichester, United Kingdom
80. Ehrmann M., Fratzscher M. & Rigobon R. (2010). *Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission*, Journal of Applied Econometrics, Volume: 26 Issue: 6, John Wiley and Sons, Chichester
81. Eichengreen Barry, Mody A., Nedeljkovic M. & Sarno L. (2009). *How the Subprime Crisis Went Global: Evidence from Bank Credit Default Swap Spreads*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 14904. Cambridge
82. Eisenlohr E. (2010). *Fairy Tale Capitalism: Fact and Fiction behind Too Big to Fail*, AuthorHouse, Bloomington
83. Engel K. C. & McCoy P. A. (2011). *The Subprime Virus: Reckless Credit, Regulatory Failure, and Next steps*, Oxford University Press, New York
84. Estrin S. & Uvalić M. (2015). *Foreign Direct Investment in Western Balkans: What role has it played during transition?*, www.editorialexpress.com
85. European Bank for Reconstruction and Development (2015). *EBRD Transition Report 2015-16*
86. European Commission, (april 2016), *Economic and Financial Affairs*, www.ec.europa.eu
87. Fabozzi F.J, Modigliani F. & Jones F. (2009), *Foundations of Financial Markets and Institutions*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New York
88. Fabozzi F.J. & Modigliani F. (2003), *Capital Markets: Institutions and Instruments*, Prentice Hall International, Upper Saddle River, New Jersey
89. Fabozzi J. F. & Mann S. V. (2005). *Security Finance: Security Lending and Repurchase Agreement*, John Wiley and Sons Inc, Hoboken
90. Fauver R. C. (2011). *Crisis, Response, and Innovation in America and Abroad*, in: Savona P., Kirton J. J. & Oldani C (eds), *Global Financial Crisis: Global Impact and Solutions*, Ashgate Publishing Company, Farnham, England
91. Federal Register (2004). *Part II: Security and Exchange Commission, 17 CFR Parts 200 and 240, Alternative Net Capital Requirements for Broker-Dealers That Are Part of*

- Consolidated Supervised Entities*; Supervised Investment Bank Holding Companies; Final Rules, Vol 69, Number 118, 34428
92. Federal Reserve Bank of St. Louis (2013). *The Troubled Asset Relief Program – Five Years Later*, www.stlouisfed.org
 93. Federal Reserve Bank of New York (2012). *Action Related to AIG*, www.newyorkfed.org
 94. Financial Crisis Inquiry Report (2011). *Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*
 95. Flood R. P. & Hodrick R. J. (1990). *On Testing for Speculative Bubbles*, Journal of Economic Perspectives, Volume 4, Number 2
 96. Galbraith J. K. (1997). *The Great Crash 1929*, A Mariner Book, Houghton Mifflin Company, Boston
 97. Garber N. P. (2001). *Famous First Bubbles – The Fundamentals of Early Mania*, The MIT Press, Cambridge
 98. Gemici K. (2013). *Social origins of financial crisis*, in: *A Tale of Two Crisis: A multidisciplinary analyses*, Kallidaikurichi S. E. (ed), Routledge, Abingdon, USA
 99. *Globalization101.org*. Differences between Portfolio and Direct Investment. www.globalization101.org, (15. november 2015)
 100. Goldstein M. (1998). *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systematic Implications*, Institute for International Economics, Washington D.C.
 101. Gorton G. B. & Metrick A. (2009). *Securitized Banking and The Run of Repo*, National Bureau of Economic Research, Cambridge
 102. Gorton G. B. (2010). *Questions and Answers about the Financial Crisis*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, USA
 103. Graham G. & Emid A. (2013). *Investing in Frontier Markets: Opportunity, Risk, and Role in an Investment Portfolio*, John Wiley and Sons, Mississauga, Canada
 104. *Gramm-Leach-Bliley Act of 1999*, Public Law 106-102-Nov. 12, 1999
 105. Grant W. & Wilson G. K. (eds), *The Consequences of the Global Financial Crisis: The Rethoric of Reform and Regulation*, Oxford University Press, Oxford, United Kingdom

106. Grossman R. S. & Meissner C. M. (2010). *International aspects of the Great Depression and the crisis of 2007: similarities, differences, and lessons*, Oxford Review of Economic Policy, Volume 26, Number 3
107. Guillén, M F. & Laurence C. (2015). *State Capacity, Minority Shareholder Protections, and Stock Market Development*, Administrative Science Quarterly XX
108. Guttman R. (2009). *Asset Bubbles, Debt Deflation, and Global Imbalances*, International Economic Policy Institute, Working Paper 2009-06, www.citeseerx.ist.psu.edu
109. Havrylyshyn O. & McGettigan D. (1999). *Privatization in Transition Countries, Lessons of the First Decade*, International Monetary Fund
110. Hellwig M. (2009). *Systematic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis*, De Economist 157, No. 2
111. Higgot R. (2012). *The Theory and Practice of Global Economic Governance in the Early Twenty-First Century: The Limits of Multilateralism*, in: Grant W. & Wilson G. K. (eds), *The Consequences of the Global Financial Crisis: The Rethoric of Reform and Regulation*, Oxford University Press, Oxford
112. HM Treasury (2011). *Stewardship of the wholly-owned banks: buy-back of subordinated debt*, National Audit Office, HC 706 Session 2010-2011
113. HM Treasury (2012). *Annual Reports and Accounts 2012-2013*, HC 34, www.gov.uk
114. Hordahl P & King M. R. (2008). *Developments in repo market during financial turmoil*, BIS Quarterly Review, December 2008, Bank for International Settlement, Switzerland
115. HSBC, *The Basel III International regulatory framework for banks*, www.hsbcnet.com/basel-iii (april 2016.)
116. IMF Staff Team lead by Mathieson D. J. & Schinasi G. J. (2000). *International Capital Markets, Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, International Monetary Fund
117. International Monetary Fund (2009). *IMF Country Report 09/158*
118. International Monetary Fund (2011). *Country Report 11/213*
119. International Monetary Fund (2011). Press Release No. 11/353

120. International Monetary Fund (2015). *IMF Country Report 15/50*
121. International Monetary Fund (2015). *The Western Balkans: 15 Years of Economic Transition*, Regional Economic Issues, Special Reports
122. International Organization of Securities Commissions (2010). *Objectives and Principles of Securities Regulation*
123. International Organization of Securities Commissions (26.mart 2016). *Investor Portal Alert*, www.iosco.org
124. Itoh M. (2013). *From the Subprime to the great earthquake crisis in Japan*, in: Yagi K., Yokokawa N., Hagiwara S & Dimsky G. A. (eds). *Crisis of Global Economies and the Future of Capitalism*, Routledge, New York
125. Iwanicz-Drozdowska M., Kerlin J., Malinowska-Misiag E., Smaga P., Witkowski B., Nowak A. K., Kozłowska A. & Wisniewski P. (2016), *European Bank Restructuring During the Global Financial Crisis*, Palgrave MacMillan, Basingstoke, England.
126. Jaćimović D., Bjelić P. & Marković I. (2013). *Uticaj svetske ekonomske krize na međunarodne investicione i trgovinske tokove u regionu Zapadnog Balkana*, *Ekonomске teme*, 201/1, www.eknfak.ni.ac.rs
127. Jickling M. (2008). *Averting Financial Crisis*, Congressional Research Center, www.fpc.state.gov
128. Jickling M. (2008). *Containing Financial Crisis*, Congressional Research Service, Washington D.C
129. Kandil, M., Shahbaz, M., & Nasreen, S. (2015). *The interaction between globalization and financial development: new evidence from panel cointegration and causality analysis*, *Empirical Economics*, Volume 49, Issue 4, December 2015, Springer
130. Kang D. W., Ligthart N. & Mody A. (2015). *The European Central Bank: Building a Shelter in a Storm*, Griswold Center for Economic Policy Studies, Working Paper No. 248
131. Kapur A. (2002.) *Investing in Asian equities*, in: Jenks P. & Eckett S. (eds), *The Global-Investor Book of Investing Rules: Invaluable Advice from 150 Master Investors*, Financial Time Prentice Hall, New Jersey SAD

132. Keeley B. & Love P. (2010). *OECD Insight From Crisis To Recovery: The Causes, Course and Consequences of the Great Recession*, OECD
133. Kennedy M., *Invest in Specific Countries with Country and Region ETFs and ETNs*, www.etf.about.com, (18.09.2015.)
134. Kent Baker, H. (2009). *Dividends and Dividend Policy*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey
135. Keown A. J., Martin J. D., Petty J. W. & Scott D. F. Jr. (2003). *Foundations of Finance: The Logic and the Practice of Financial Management*, Pearson Education Limited, New York
136. Keynes J., M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, www.synagonism.net
137. Kindelberger C. P. & Aliber R. Z. (1989). *Manics, Panics, and Crashes – A History of Financial Crisis*, John Wiley and Sons, New Jersey
138. Koczan Z. (2015). *Fiscal Deficit and Public Debt in the Western Balkans: 15 Years of Economic Transition*, IMF Working Paper, WP/15/172, www.imf.org
139. KOF Swiss Economic Institute (2014). *KOF Index of Globalization*, www.kof.ethz.ch
140. Kohn M, (2004), *Financial Institutions and Markets*, Mc Graw-Hill, New York
141. Kolb W. R. (2010). *Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future*, John Wiley and Sons, Hoboken, USA
142. Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2004), *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti u 2003. godini*, www.sec.gov.rs
143. Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2005), *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti u 2004. godini*, www.sec.gov.rs
144. Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2006), *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na tržištu hartija od vrednosti u 2005. godini*, www.sec.gov.rs
145. Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2007), *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na tržištu hartija od vrednosti u 2006. godini*, www.sec.gov.rs

146. Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2008), *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na tržištu hartija od vrednosti u 2007. godini*, www.sec.gov.rs
147. Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2009), *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Republici u periodu: januar-decembar 2008. godina*, www.sec.gov.rs
148. Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2010), *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Republici u periodu: januar-decembar 2009. godina*, www.sec.gov.rs
149. Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2011), *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Republici u periodu: januar-decembar 2010. godina*, www.sec.gov.rs
150. Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2012), *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Republici u periodu: januar-decembar 2011. godina*, www.sec.gov.rs
151. Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2013), *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Republici u periodu: januar-decembar 2012. godina*, www.sec.gov.rs
152. Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2014), *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Republici u periodu: januar-decembar 2013. godina*, www.sec.gov.rs
153. Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2015), *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Republici u periodu: januar-decembar 2014. godina*, www.sec.gov.rs
154. Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije (2016), *Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije i kretanjima na organizovanom tržištu hartija od vrednosti u Republici u periodu: januar-decembar 2015. godina*, www.sec.gov.rs
155. Kothari V. (2006). *Securitization: The Financial Instrument of the Future*, John Wiley and Sons (Asia) Pte Ltd, Singapore, Singapore

156. Kotz D. M. (2015). *The Rise and Fall of Neoliberal Capitalism*, Harvard University Press, Cambridge
157. Kuepper J., *Frontier and Emerging Markets ETF*, www.internationalinvest.about.com, (14.11.2015.)
158. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A. & Vishny, R. (2000), *Investor protection and corporate governance*, Journal of Financial Economics, Volume 58, Issues 1-2
159. Lange B. (2007). *The Stock Market Crash of 1929: The End of Prosperity*, Chelsea House Publishers, New York
160. Lannoo K. (2009). *Concrete Steps Towards More Integrated Financial Oversight: the EU's Policy Response to the Crisis*, in: Secchi C. & Villafranca A. (eds). *Liberalism in Crisis? European Economic Governance in the Age of Turbulence*, Edward Elgar & ISPI, Chentelham
161. Lannoo K., *Comparing the EU and U.S. Response to Financial Crisis*, www.researchgate.net (2010)
162. Legal Information Institute (april 2016). *Dodd-Frank: Title II - Orderly Liquidation Authority*, Cornell University Law School, www.law.cornell.edu
163. Letiche J. M. (2007). *Russia Moves Into the Global Economy*, Routledge, New York, USA
164. Levine, R (2005), *Finance and Growth: Theory and Evidence*, *Handbook of Economic Growth*, in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), *Handbook of Economic Growth*, Edition 1, Volume 1
165. Liang S. & Chen X. (2012). *Motivation and Reasoning Behind Chinese Enterprises Overseas Listing*, Duke University, Durham, USA, www.econ.duke.edu
166. Lipson J. C. (2010). *Enron Rerun: The Credit Crisis in Three Easy Pieces*, in: Kolb W. R. (ed.), *Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future*, John Wiley and Sons, Hoboken
167. *London Stock Exchange Group*, „London Stock Exchange today welcomed Wizz Air Holding PLC“, www.lseg.com (24. maj 2016)

168. Lothian, R. J. (1992), *The International Transmission of Inflation and Deflation*, The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, London
169. Marinković S. (2008). *Finansijsko tržište i finansijske institucije u Republici Srbiji*, Ekonomski fakultet, Niš
170. Marinković S. (2011). *Mikrostruktura finansijskih tržišta*, Ekonomski fakultet, Niš
171. *MarketWatch*, The Genius of Warren Buffet in 23 quotes, www.marketwatch.com (2015)
172. Markham J. W. (2015). *A Financial History of the United States: From Enron-Era Scandals to the Subprime Crisis (2004-2009)*, Routledge, New York
173. McBride B. (2015). Existing Home Sales in September: 5,55 Million SAAR, *Calculated Risk*, www.calculatedriskblog.com
174. McDonald R. & Paulsen A. (2014). *AIG in Hindsight*, Federal Reserve Bank of Chicago, WP 2014-07
175. Megginson L. W. & Netter M. J. (2001). *From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization*, *Journal of Economic Literature*, www.oecd.org
176. Melicher W. R. & Norton A.E., (2003), *Finance*, Eleventh Edition, John Wiley & Sons, Inc
177. Meric I. & Meric G. (1997). Co-Movements of European Equity Markets Before and After 1987 Crash, *Multinational Finance Journal*, vol. 1, no.2
178. Milutinović M. (2014). *Neoliberalna bajka: Kritika neoliberalne ideologije*, Dosije, Beograd
179. Ministarstvo finansija Republike Srbije (2001), *Zakon o privatizaciji*, www.priv.rs
180. Mishkin F. S., (2004), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Pearson Addison Wesley, Boston
181. Mishkin F.S. & Etkins S.G. (2000). *Financial Markets and Institutions*, Addison-Wesley, Reading, USA
182. Mishkin F.S. (2010). *Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 16609, Cambridge
183. Mishkin S. F. (1991). *Anatomy of Financial Crisis*, NBER Working Paper No. 3934

184. Mollah S., Shahiduzzaman Quoreshi A.M.M. & Zafirov G. (2016). *Equity market contagion during global financial and Eurozone crisis: Evidence from a dynamic correlation analysis*, Journal of International Financial Markets, Institutions, and Money, Volume 41
185. Murphy E.V. (2015). *Who Regulate Whom and How? An Overview of U.S. Financial Regulatory Policy for Banking and Security Markets*, Congressional Research Service, 7-5700, R43087
186. Nacionalna korporacija za osiguranje stambenih kredita, *DOMex – Indeks cena nepokretnosti Nacionalne korporacije za osiguranje stambenih kredita* (2016), www.nkosk.rs
187. Nail P. K. & Padhi P. (2015). *Stock Market Volatility and Equity Market Volume: Empirical Examination from Brasil, Russia, India and China (BRIC)*, Global Business Review, 16(5S) 28S-45S, SAGE Publications
188. Nalarri R. & Griffith B. (2011). *Understanding Growth and Poverty: Theory, Policy, and Empirics*, The World Bank, Washington D.C., USA
189. Nanto D. K. (2009). *The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications*, Congressional Research Service, Washington D.C., USA
190. Naom Chomsky (interviewed by Maria Ahmed), *Globalization, Global Agenda*, https://chomsky.info/2006____/, (2006)
191. Naoui K., Khemiri S. & Liouane N. (2010). *Crisis and Financial Contagion: The Subprime Crisis*, Journal of Business Study Quarterly, Vol. 2, No. 1, www.jbsq.org
192. Narodna banka Jugoslavije (2002). *Bankarski sektor SRJ 31.12.2001. godina*, Narodna banka Jugoslavije - Sektor za poslove kontrole, www.nbs.rs
193. Narodna banka Srbije (2006). *Izveštaj o stanju u finansijskom sistemu Republike Srbije za 2005. godinu*, www.nbs.rs
194. Narodna banka Srbije (2009). *Kontrola poslovanja banaka – Izveštaj za četvrti kvartal 2008. godine*, www.nbs.rs
195. Narodna banka Srbije (2010). *Kontrola poslovanja banaka – Izveštaj za četvrti kvartal 2009. godine*, www.nbs.rs

- 196.Narodna banka Srbije (2011). *Kontrola poslovanja banaka: Izveštaj za IV tromesečje 2010. godine*, www.nbs.rs
- 197.Narodna banka Srbije (2015). *Bankarski sektor u Srbiji, Izveštaj za III tromesečje 2015. godine*, Sektor za kontrolu poslovanja banaka
- 198.Narodna banka Srbije, 2015. *Sektor osiguranja u Srbiji, Izveštaj za 2014. godinu*
- 199.Narodna banka Srbije, *Godišnji izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema*, (2015)
- 200.Narodna banka Srbije, *Pojam, definicija i osnovni elementi međunarodne investicione pozicije*, www.nbs.rs, (april 2016.)
- 201.Nayak S. (2013). *The Global Financial Crisis: Genesis, Policy Response and Road Ahead*, Springer, New Delhi, India
- 202.Nellis J, (2001). *The World Bank, Privatization and Enterprise Reform in Transition Economies – A Retrospective Analysis*, Center for Global Development, Washington D.C, www.papers.ssrn.com
- 203.Nellis J. (1999). *Time to Rethink Privatization in Transition Economies?*, IFC Discussion Paper, No 38
- 204.Nissanke M. (2010). *The Global Financial Crisis and the Developing World: Transmission Channels and Fall-outs for Industrial Development*, Working Paper 06/2009, UNIDO, www.unido.org
- 205.Obiri C. (2012). *Financial Fraud Detection for the Prevention of Business Failure – Enron and Lehman Brothers*, Cintia Obiri
- 206.Obstfeld M. & A. M. Taylor (2004). *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge University Press, New York
- 207.OECD (2004). *Principi korporativnog upravljanja*
- 208.OECD (2016). *Global Insurance Market Trends 2015*
- 209.OECD (2016). *Pension Markets in Focus, 2015 edition*
- 210.Ofek E. & Richardson M. (2001). *Dotcom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, USA
- 211.Ongena S., Peydro J-L & van Horen N. (2012). *Shock Abroad, Pain at Home? Bank-Firm Level Evidence on Financial Contagion during the Recent Financial Crisis*, European Central Bank, www.ecb.europa.eu

- 212.Pasquali V. (2015). World's GDP Growth by Region 2015, *Global Finance*
- 213.Pavićević. Ž. (2015), *Zašto Srbiji nedostaje vizija kapitalizma?*, www.vremeje.rs
- 214.Petram L.O. (2011). *The world's first stock exchange: how the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602-1700*, FGw: Instituut voor Cultuur en Geschiedenis, PhD Thesis, Amsterdam
- 215.Phelan J. P. (2001). *Renowned US Economists Denounce*, Global Policy Forum, www.globalpolicy.org
- 216.Pinto B. & Ulatov S. (2010): *Russia 1998 Revisited: Lessons for Financial Globalization*, Economic Premise, Number 37, The World Bank, www.siteresources.worldbank.org
- 217.Poulsen L. S. & Hufbauer G. C. (2011). *Foreign Direct Investment in Times of Crisis*, Working Paper Series, WP 11-3, Peterson Institute for International Economics, Washington D.C
- 218.Prasad E. & Kose A. (2009). Financial Markets and Emerging Economies: The Decoupling Debate Is Back!, *Foreign Policy Magazine*, www.brookings.edu
- 219.Prasad S. E. & Rajan R. G. (2006). *Modernizing China's Growth Paradigm*, Foprschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit, Bon, Deutschland, Discussion Paper No. 2248
- 220.Prasad, E., Rogoff, K., Wei, Sh-J & Kose A. M.(2003). *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, International Monetary Fund
- 221.Princeton University Press, *Trade Imbalances and the Global Financial Crisis*, www.press.princeton.edu
- 222.Rabobank (2016). *Economic Research*, www.economics.rabobank.com
- 223.Rachdi H. (2013). *The Impact of the International Financial Crisis on the Stock Market Return: The Case of the Tunisian Stock Exchange*, Journal of Empirical Economics, Vol. 1, No. 2
- 224.Radoselovics J. F. d G. & Villarroya J. M. (2010). *Financial Crisis, Financial Integration and Economic Growth: The European Case*, Fundacion BBVA, Bilbao, Spain

- 225.Rajak N. (2016). *Zakasnela tranzicija u Srbiji*, Srpski akademski krug, www.akademskikrug.rs
- 226.Rakočević, R. (2007). *Privatizacija i razvoj finansijskog tržišta u zemljama Istočne Evrope*, magistarski rad, Ekonomski fakultet, Beograd.
- 227.Reinhart C. M. & Rogoff K. S. (2008). *This Time Is Different: A Panoramic View Of Eight Centuries Of Financial Crisis*, Working Paper 13882, National Bureau Of Economic Research, Cambridge
- 228.Reinhart C. M. & Rogoff K. S. (2009). *The Aftermath of Financial Crisis*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 14656, Cambridge
- 229.Robertson J., *Stock markets in 2008: a year to forget or to learn from?*, BBC News, www.news.bbc.co.uk, (2008)
- 230.Rodriguez A., Turmo J. & Vara O. (2014). *Financial Crisis and the Failure of Economic Theory*, Routledge Taylor and Francis Group, London
- 231.Roland G. (2000). *Transition and Economics, Politics, Markets, and Firms*, The MIT Press, Cambridge
- 232.Rolli V. (2008). *New policy challenges from financial integration and deepening in emerging areas of Asia and Central and Eastern Europe*, Questioni di Economia e Finanza, Banca D'Italia, Number 33
- 233.Rose P. S, Marquis M.H. (2006), *Money and Capital Markets*, McGraw-Hill International Edition, New York
- 234.Rose P. S. & Marquis M.H., (2012), *Finansijske institucije i tržišta*, McGraw-Hill Irwin & UBS, New York
- 235.Rosenthal J. A. & Ocampo J. M. (1988), *Securitization of Credit: Inside the New Technology of Finance*, John Wiley and Sons, New York
- 236.Rothbard M. N. (2002). *A History of Money and Banking in the United States: The Colonial Era to World War II*, Ludwig von Mises Institute, Auburn
- 237.Ryback W. (2009). *Case Study on Bear Sterns*, Toronto Leadership Centre, The World Bank, www.siteresources.worldbank.org
- 238.Saleh N. (2010). *An Anatomy of the Financial Crisis – Blowing Tumbleweed*, Anthem Press, London

- 239.Saxton J. (2003). *Argentina Economic Crisis: Causes And Cures*, Joint Economic Comitee, United States Congress, Washington D.C.
- 240.Schapiro M. L. (2010). *Lehman Brothers Examiner's Report: Congressional Testimony*, U.S. Security and Exchange Commission
- 241.Schapiro M. L. (2011). *Testimony on „Financial Regulatory Reform: The International Context“*, Before the United Stated House Committee on Financial Services
- 242.Schloemer E., Li W., Ernst K. & Keest K. (2006). *Losing Ground: Foreclosures in the Subprime Market and Their Cost to Homeowners*, Center for Responsible Lending, Durham
- 243.Schmidt D. & Heilmann S. (2009). *Dealing With Economic Crisis in 2008-2009: The Chinese Government 's Crisis Management in Comparative Perspective*, China Analysis 77, www.chinapolitik.de
- 244.Schwab K., Sachs G. & Woo W. T. (2000), *The Asian Financial Crisis: Lessons for a Resiliant Asia*, The MIT Press, Cambridge
- 245.Sercu P. (2009). *International Finance:Theory in Practice*, Princeton University Press
- 246.Sharma S.D. (2014). *Global Financial Contagion: Building a Resilient World Economy after the Subprime Crisis*, Cambridge University Press, New York
- 247.Smith J. S. (2014). *A Consice History of the New Deal*, Cambridge University Press, Cambridge
- 248.Social Security Administration (2016). *Social Security Act of 1935*, www.ssa.gov
- 249.Sornette D. (2003). *Why Stock Market Crash: Critical Events in Complex Financial System*, Princeton Univvrsity Press, Princeton
- 250.Stolz S. M. & Wedow M. (2010). *Extraordinary Measures in Extraordinary Times: Public Measures in Support of the Financial Sectorin the EU and the United States*, European Central Bank, Frankfurt
- 251.Stowell D. P, (2010). *An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity: The New Paradigm*, Elsevier
- 252.Svetska banka (2004). *Republika Srbija – Program za ekonomski rast i zapošljavanje*, Izveštaj 292580-yu

253. Šoškić, D., Urošević, B., Živković, B. & Božović, M. (2012). *The Housing Market in Serbia in the Past Decade*, in: A. Bardhan, R. H. Edelstein & C. A. Kroll (eds), *Global Housing Markets: Crises, Policies, and Institutions*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken
254. Štimac, M. (1998). *Srpsko berzansko poslovanje*, Stubovi kulture, Beograd
255. Talani L. S. (2012). *Assesing the reaction of the EU to the financial and euro-zone crisis*, Department of European and International Studies King's College London, www.idis.gr
256. Taylor J. B. (2009). *The Financial Crisis and The Policy Responses: An Empiric Analysis What Went Wrong*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 14631, Cambridge
257. Tett G. *The Story of the Brics*, Financial Times, www.ft.com, (2010)
258. The Financial Crisis Inquiry Commission, (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, US Government Printing Office, Washington D.C.
259. *The Glass-Steagall Act (The Banking Act) of 1933*, www.archive.org
260. The World Bank, *World Development Indicators: Stock Markets*, www.wdi.worldbank.org (14. mart 2016)
261. Thomas B. L. (2011). *The Financial Crisis and Federal Reserve Policy*, Palgrave Macmillan, New York
262. Todev T., Brazda J. & Laurinkari J. (2013). *Vor and nach der Banken- und Finanzkrise*, Europaischer Hochschulverlag GmbH & Co, Bremen, Deutschland
263. U.S. Department of the Treasury, *Financial Stability Oversight Council*, www.treasury.gov (april 2016)
264. U.S. Department of Treasury, *TAPR programs*, www.treasury.gov, (april 2016.).
265. U.S. Government Accounting Office (2013). *Financing Regulatory Reform: Financial Crisis Losses and Potential Impacts of the Dodd-Frank Act*, GAO-13-180
266. UNCTAD (2011). *World Investment Report 2010*, www.unctad.org
267. UNCTAD (2013). *World Investment Report 2012*, www.unctad.org

268. United States Senate, (2011). *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*, Permanent Subcommittee on Investigation, Washington D.C
269. United Nations, (2011). *The Global Social Crisis: Report on the World Social Situation 2011*, Department of Economic and Social Affairs, ST/ESA/334, www.un.org
270. Uprava za javni dug (2016). *Mesečni izveštaj: Analiza javnog duga i duga opšte države*, Ministarstvo finansija Republike Srbije, www.javnidug.gov.rs
271. Vasiljević B. (2009). *Osnovi finansijskog tržišta*, Zavet, Beograd, Srbija.
272. Vasiljević B. (2012). *Globalizacija i neoliberalizam*, Nova Srpska Politička Misao, www.nspm.rs
273. Verschoor C.C., *Did Ernest & Young really assist Financial Fraud*, www.accountingweb.com, (2011)
274. Veseth M. (2002). *The Rise of the Global Economy*, Fitzroy Dearborn Publishers, Chicago
275. Vieira F. V. (2011). *The new international financial crisis: causes, consequences and perspectives*, Revista de Economia Política, Vol. 31, No. 2, www.scielo.br
276. Visco I (2013), *The Financial Sector After The Crisis*, BIS Central Bankers' Speeches, Imperial Business Insights - Imperial College London, UK, 5. March 2013
277. Visco I. (2013). *The impact of the crisis on financial integration in Central and Eastern Europe*, Speech by Mr. Ignazio Visco, Governor of the Bank of Italy, at the conference „Twenty years of transition – experiences and challenges“, hosted by National Bank of Slovakia, Bratislava, 3 May 2013
278. Wachter S., Cho M & Tcha M. J. (eds), *The Global Financial Crisis and Housing: A New Policy Paradigm*, Korea Development Institute, Seoul by Edward Elgar Publishing Limited, Chentelham, United Kingdom
279. Welch D. & Fremond O. (1998). *The Case-by-case approach to privatization – Techniques and Examples*, World Bank Technical Paper No. 403, World Bank, Washington D.C.
280. Wicker E. (1996). *The Banking Panics of the Great Depression*, Cambridge University Press

281. Wiggins R. Z., Piontek T & Metrick A. (2014). *The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview*, Yale Program of Financial Stability Case Study 2014-3A-V1, Yale School of Management
282. Williams J. C. (2015). *Will interest rate be permanent lower?*, The Centre for Economic Policy Research, www.voxeu.org
283. Williamson J. (2004). *A Short History of a Washington Consensus*, Paper commissioned by Fundación CIDOB for a conference "From the Washington Consensus towards a new Global Governance," Barcelona, Spain, www.iie.com
284. Willis Towers Watson, *Global Pensions Asset Study 2016* (28. februar 2016)
285. Willoughby D. & Willoughby S. (2000). *The USA: 1917-1945*, Heinemann Educational Publishers, Oxford
286. World Bank (2012). *World Development Indicators 2012*, The World Bank, Washington D.C
287. World Economic Forum (2015). *Global Competitiveness Report 2014-2015*, www.reports.weforum.org
288. Yeung H. & Huang F. (2016). *Certainty over Clemency: English Contract Law in the Face of the Financial Crisis*, in: Basoglu B. (ed.), *The Effects of Financial Crisis on the Binding Force of Contracts - Renegotiation, Rescission or Revision*, Springer, Cham, Switzerland
289. *Zakon o izmenama i dopunama Zakona o investicionim fondovima* (27. maj 2016), www.sec.gov.rs
290. *Zakon o osiguranju* (2004). Narodna banka Srbije
291. *Zakon o privrednim društvima* (2004), www.aod.rs
292. *Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata*, Službeni list SRJ, 65/2002
293. Zec M., (2001). *Privatizacija u Srbiji – koncepti i institucije*, IX Miločersko savetovanje – Finansijska tržišta u uslovima zakasnele privatizacije
294. Zhang Z., Li W. & Shi N. (2009). *Handling the Global Financial Crisis: Chinese Strategy and Policy Response*, www.ssrn.com

295. Živković B. & Minović J. (2010). *Illiquidity of Frontier Financial Market: Case of Serbia*, PANOECOMICUS, 3, www.doiserbia.nb.rs

LITERATURA – INTERNET IZVORI:

1. „Bogaćenje radnika“, (2004). *Vreme*, broj 692, www.vreme.co.rs
2. „Dugalić: Biće nastavljeno ukрупnjavanje bankarskog sektora“ (2012). *Press Online*, www.pressonline.rs
3. „Fondovi i akcija vrlo unosni za ulaganje“ (2007). *Blic*, www.blic.rs
4. „Pivara uzdrmla berzu“, (2002). *Vreme*, broj 597, www.vreme.co.rs
5. „Štada većinski vlasnik Hemofarma“, *B92*, www.b92.net
6. *Agencija za osiguranje depozita*, www.aod.rs (maj 2016.)
7. *Athens Stock Exchange*, (2016). www.helex.gr
8. *Automationinformation.com* (2016).
www.automationinformation.com/DJIA/dow_jones_closing_prices_1921_to_1930.htm
9. *Automationinformation.com* (2016).
www.automationinformation.com/DJIA/dow_jones_investment_in_1932.htm
10. *Banjalučka berza*, (2016). www.blberza.com
11. *Bank for International Settlement* (28. novembar 2016), www.bis.org
12. *BBC News*, Record stock market falls in 2008, www.news.bbc.co.uk (2008)
13. *Beogradska berza*, (maj 2016), www.belex.rs/trgovanje/ucesce_stranaca
14. *Beogradska berza*, www.belex.rs/o_berzi/istorijat
15. *Beogradska berza*, www.belex.rs/trgovanje/izvestaj/godisnji
16. *Beogradska berza*, www.belex.rs/trgovanje/izvestaj_xml/aktivnost_godisnji/3118
17. *Beogradska berza*, www.belex.rs/trgovanje/pregled_/godisnji/514
18. *Beogradska berza*, www.belex.rs/trgovanje/sentiment
19. *Beogradska berza*, www.belex.rs/trzista_i_hartije/trzista/prime/akcije,
www.belex.rs/trzista_i_hartije/trzista/standard/akcije (14.05.2016. godine)

20. *Beogradska berza*, www.belex.rs/trzista_i_hartije/uslovi (14.05.2016. godine)
21. *Beogradska berza*, www.belex.rs/trzista_i_hartije/vesti/ponude_za_preuzimanje
22. *Borsa Italiana*, www.borsaitaliana.it/borsa/indici/indici-in- Federal Reserve Bank of New York (april 2016).
23. *Bucharest Stock Exchange*, (2016). www.bvb.ro
24. *Bucharest Stock Exchange*,
www.bvb.ro/TradingAndStatistics/Statistics/GeneralStatistics
25. *Budapest Stock Exchange*, (2016). www.bse.hu
26. *Budapest Stock Exchange*,
www.client.bse.hu/topmenu/trading_data/stat_hist_download/periodical_statistics
27. *CEESEG*, (2016). www.ceeseg.com
28. *Centralni registar hartije od vrednosti*, www.crhov.rs
29. *Deutsche Borse*, (2016). www.deutsche-boerse.com
30. *Deutsche Borse*, www.boerse.de/historische-kurse/Dax/DE0008469008_jahr,2009#jahr
31. *Dexia*, www.dexia.com/EN/journalist/dexiaAZ/Documents/Dexia_AZ_EN.pdf
32. *East Capital*, eastcapital.com/Corporate/About-East-Capital/This-is-East-Capital/
33. *Economic Crisis during the French Revolution* (2015).
www.indiana.edu/~b356/exams+assignments/extra%20credit%20assignment.pdf
34. *Euronext*, www.euronext.com/en/products/indices/FR0003500008-XPAP
35. *European Commission*,
www.ec.europa.eu/economy_finance/international/globalisation/fdi/index_en.htm
36. *Federal Reserve* (2016). www.federalreserve.gov
37. *Federal Reserve Bank of St. Louis*,
www.research.stlouisfed.org/fred2/series/BPFADI03USA637N
38. *Federal Reserve Bank of St. Louis*,
www.research.stlouisfed.org/fred2/series/EXPEF52311TAXABL
39. *Federal Reserve Bank of St. Louis*,
www.research.stlouisfed.org/fred2/series/GFDEGDQ188S
40. *Federal Reserve Economic Database (FRED)*,
research.stlouisfed.org/fred2/series/GFDEGDQ188S#

41. *Federal Reserve*, www.federalreserve.gov/pubs/feds/2009/200949/
42. *Federal Reserve*, www.federalreservehistory.org
43. *Federal Reserve*, www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/74
44. *Federal Reserve*, www.federalreservehistory.org/Period/Essay/10
45. *FIMA Invest* (2016). www.fimainvest.com
46. *Financial Sense*, www.financialsense.com/contributors/lee-adler/corelogic-data-shows-house-price-declines-slowing
47. *Financial Sense*, www.financialsense.com/contributors/tim-wood/parabolic-moves-and-counter-trend-bounces
48. *Financial Stability Board*, www.fsb.org (29. novembar 2015. godine)
49. *Fortune Magazine* (2015). www.fortune.com/2015/06/17/subprime-mortgage-recession/
50. FTSE Group, *FTSE and Russel Indexes*. www.ftse.com (10. februar 2016)
51. *FX Street*. www.fxstreet.com/economic-calendar/world-interest-rates/, (10. mart 2016)
52. *Goldprice.org* (2016). www.goldprice.org/spot-gold.html
53. *History.com* (2016). www.history.com/topics/great-depression
54. *Indexmundi* (2016). www.indexmundi.com
www.indexmundi.com/xrates/graph.aspx?c1=USD&c2=EUR&days=3650
55. *Inflation.eu*, (2016). www.inflation.eu
56. *Istanbul Stock Exchange*, (2016). www.borsainstanbul.com
57. *International Association of Deposit Insurers*, www.iadi.org, (11. oktobar 2015)
58. *International Association of Insurance Supervisors*, www.iaisweb.org (10. oktobar 2015)
59. *International Organization of Securities Commissions* (22. januar 2016).
www.iosco.org
60. *KBC Bank* (2014). www.kbceconomics.be/wp-content/uploads/2014/02/Internelezing-Know-your-crisis.pdf
61. *Ljubljana Stock Exchange*, (2016). www.ljse.si
62. *London Stock Exchange*, (2016). www.londonstockexchange.com
63. *Makedonska berza*, (2016). www.mse.mk

64. *McGill School*, www.cs.mcgill.ca/~rwest/link-suggestion/wpcd_2008-09_augmented/wp/g/Globalization.htm
65. *Merriam-Webster* (2016). www.merriam-webster.com/dictionary/globalization
66. *Ministarstvo privrede i privatizacije Republike Srbije*, www.mpriv.rs
67. *Montenegro berza*, (2016). www.mnse.me
68. *Moscow Stock Exchange* (2016).
www.moex.com/en/index/RTSI/archive/#/from=2006-01-01&till=2007-12-31&sort=TRADEDATE&order=desc
69. *Moscow Stock Exchange* (2016).
www.moex.com/en/index/RTSI/archive/#/from=2014-03-24&till=2016-04-22&sort=TRADEDATE
70. *MSCI*, (2016). www.msci.com
71. *MSCI*, (2016). www.msci.com/products/indices/country_and_regional/em/
72. *Narodna banka Srbije*, www.nbs.rs/internet/cirilica/80/index.html#i2, (2016)
73. *Narodna banka Srbije*, www.nbs.rs/internet/cirilica/80/platni_bilans.html, (2016)
74. *Narodna banka Srbije*, www.nbs.rs/internet/latinica/18/pregled_grafikona.pdf. (2016)
75. *Narodna banka Srbije*, www.nbs.rs/internet/latinica/40/40_3.html, (2016)
76. *Narodna banka Srbije*, www.nbs.rs/internet/latinica/40/40_6/index.html, (2016)
77. *Narodna banka Srbije*, (2016).
www.nbs.rs/export/internet/.../osnovni_makroekonomski_indikatori.xls
78. *Narodna banka Srbije*,
www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/20/kpb/adekvatnost_kapitala.pdf,
(2016)
79. *Narodna banka Srbije*,
www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/40/40_1/memorandum25122008.pdf,
(2016)
80. *Narodna banka Srbije*,
www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_4/bankarski_sektor_01.pdf,
(2016)

81. *Narodna banka Srbije*,
www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_4/kvartalni_izvestaj_IV_10.pdf
, (2016)
82. *Narodna banka Srbije*,
www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_2/finansijska_stabilnost_2010.pdf
, (2016)
83. *Narodna banka Srbije*,
www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/90/90_2/finansijska_stabilnost_2011.pdf
, (2016)
84. *Narodna banka Srbije*,
www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/20/zakoni/dev_devizno_poslovanje.pdf
, (2016)
85. *Narodna banka Srbije*,
www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/30/30_6/kanal_deviznog_kursa.pdf,
(2016)
86. *Narodna banka Srbije*,
www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_4/kvartalni_izvestaj_IV_08.pdf
, (2016)
87. *Narodna banka Srbije*,
www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/scripts/ondate.html, (2016)
88. *Narodna banka Srbije*,
www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_4/kvartalni_izvestaj_IV_10.pdf
, (2016)
89. *Narodna banka Srbije*,
www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_4/kvartalni_izvestaj_IV_08,
(2016)
90. *Narodna banka Srbije*, www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/50/50_2.html,
(2016)
91. *Narodna banka Srbije*, www.nbs.rs/internet/latinica/80/index.html, (2016)

92. *Narodna banka Srbije*,
www.nbs.rs/internet/latinica/80/ino_ekonomski_odnosi/platni_bilans/80_2_pb_stat.html, (2016)
93. *Narodna banka Srbije*, www.nbs.rs/internet/latinica/90/ioi.html#statistika, (2016)
94. *Narodna banka Srbije*, www.nbs.rs/internet/latinica/scripts/ondate.html, (2016)
95. *NASDAQ*, (2016). www.nasdaq.com
96. *New York Stock Exchange*, (2016). www.nyse.com
97. *OECD* (2016), www.data.oecd.org/gga/general-government-deficit.htm
98. *OECD* (2016), , www.data.oecd.org/leadind/consumer-confidence-index-cci.htm
99. *OECD* (2016), www.data.oecd.org/leadind/business-confidence-index-bci.htm#indicator-chart
100. *OECD* (2016),
www.oecd.org/els/emp/impactoftheeconomiccrisisonemploymentandunemploymentintheoecdcountries
101. *OECD* (2016). [ww.data.oecd.org/gga/general-government-deficit.htm](http://www.data.oecd.org/gga/general-government-deficit.htm)
102. *Philip Morris Services doo* (18. februar 2015). www.pmi.com
103. *Rabobank* (2013). www.economics.rabobank.com/publications/2013/august/the-argentine-crisis-20012002-/
104. *Security and Exchange Commission*, (2016).
www.sec.gov/answers/mortgagesecurities.htm
105. *Security and Exchange Commission*, (april 2016.). www.sec.gov/ocr
106. *Security and Exchange Commission*, www.sec.gov/about/whatwedo.shtml
107. *SEE-LINK* (2016) www.see-link.net/news/current-news/athens-stock-exchange-has-applied-to-join-the-see-link/74
108. *Signaltrend.com* (2016). *Arithmetic or Logarithmic Scale?*,
www.signaltrend.com/InvTips/LogarithmicVrsArithmeticScale.html
109. *Skyscrapercity.com* (2015).
www.skyscrapercity.com/showthread.php?t=406398&pp=1&page=250&langid=5
110. *Sofia Stock Exchange*, (2016). www.bse-sofia.bg

111. *Standard & Poor* (2016). www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352
112. *Standard & Poor* (2016). www.us.spindices.com/indices/equity/sp-global-100-c
113. *Standard & Poor* (2016). www.us.spindices.com/indices/equity/sp-global-1200
114. *Standard & Poor* (2016). www.us.spindices.com/indices/equity/sp-global-bmi-us-dollar
115. *The Economist* (2011). www.economist.com/blogs/dailychart/2011/11/global-house-prices
116. *The Forbes* (2010) www.forbes.com/2010/08/17/seven-reasons-not-to-go-public-entrepreneurs-finance-growth-lessons-10-private.html
117. *The Forbes* (2011). www.forbes.com/sites/steveschaefer/2011/08/10/the-great-recessions-biggest-bankruptcies-where-are-they-now/2/#5e5e671468f2
118. *The Market Oracle* (2008), www.marketoracle.co.uk/Article4036.html
119. *The Wall Street Journal* (2015). www.blogs.wsj.com/economics/2015/07/28/u-s-homeownership-rate-hits-48-year-low/
120. *The World Bank*, (2016). www.data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS?page=3&display=default
121. *The World Bank*, (2016). www.data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS
122. *The World Bank*, (2016). www.data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?page=2
123. *The World Bank*, (2016). www.data.worldbank.org/country/united-states
124. *The World Bank*, (2016). www.data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.CD?page=2
125. *The World Bank*, (2016). www.data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS
126. *The World Bank*, (2016). www.data.worldbank.org/indicator/NE.CON.PETC.KD.ZG
127. *The World Bank*, (2016). www.data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/RS?display=default
128. *The World Bank*, (2016). www.data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS

129. *The World Bank*, (2016).

www.databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.KD.ZG&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y

130. *The World Bank*, (2016).

www.databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.KD.ZG&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y

131. *The World Bank*, (2016).

www.databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.KD.ZG&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y

132. *The World Bank*, (2016).

www.databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.KD.ZG&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y

133. *The World Bank*, (2016).

www.databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.KD.ZG&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y

134. *The World Bank*, (2016).

www.databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=SL.UEM.TOTL.ZS&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y

135. *The World Bank*, (2016).

www.databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&Topic=3

136. *The World Bank*, (2016).

www.databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators

137. *The World Bank*, (2016).

www.databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NY.GDP.MKTP.KD.ZG&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y

138. *The World Bank*, (2016).

www.databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NE.EXP.GNFS.ZS&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y

139. *The World Bank*, (2016).
www.databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NE.EXP.GNFS.ZS&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y
140. *The World Bank*, (2016).
www.databank.worldbank.org/data/reports.aspx?Code=NE.EXP.GNFS.ZS&id=af3ce82b&report_name=Popular_indicators&populartype=series&ispopular=y
141. *The World Bank*, (2016). www.ppp.worldbank.org/public-private-partnership/agreements/concessions-bots-dbos
142. *The World Bank*, (2016).
www.siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf
143. *The World Bank*, (2016).
www.wits.worldbank.org/CountryProfile/en/Country/USA/Year/2014/Summary
144. *The World Bank*, (2016).
www.wits.worldbank.org/CountryProfile/en/Country/WLD/StartYear/2000/EndYear/2004/Indicator/NY-GDP-MKTP-CD
145. *The World Bank*, (2016).
www.wits.worldbank.org/CountryProfile/en/Country/WLD/Year/LTST/Summary
146. *Thinkingoregon.org* (2016). Soulcycle: All that glitter is not gold,
www.thinkingoregon.org/2015/09/15/soulcycle-all-that-glitters-is-not-gold/
147. *Thompson Reuters*, (2016). www.uk.reuters.com/article/investors-serbia-idUKNOA13102820070511
148. *Thompson Reuters*, (2016). www.uk.reuters.com/article/uk-hsbc-idUKTRE52100220090302
149. *Tradingeconomics* (2016). Serbia: Credit rating,
www.tradingeconomics.com/serbia/rating -
150. *Tradingeconomics.com* (2016). Iceland Stock Market,
www.tradingeconomics.com/iceland/stock-market
151. *Tradingeconomics.com* (2016). Serbia Government Debt to GDP,
www.tradingeconomics.com/serbia/government-debt-to-gdp
152. *Uprava za trezor*, Ministarstvo finansija Republike Srbija (2016). www.trezor.gov.rs

153. *Vienna Initiative*, (2016). vienna-initiative.com/vienna-initiative-part-1/overview/
154. *Vincentabry.com*, (2016). www.vincentabry.com/en/dow-jones-hits-a-record-high-3742
155. *Wall Street Journal* (2014). Crash Comparison Chartbook, www.online.wsj.com
156. *Warsaw Stock Exchange*, (2016).
www.gpw.pl/pub/files/PDF/badanie_inwestorow_2013_en.pdf
157. *Wiener Borse*, (2016). www.wienerborse.at/beginner/basics/geschichte.html
158. *Wise broker*, (2016). www.wisebroker.rs
159. *World Federation of Exchange*,. www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports (19. februar 2016)
160. *Zagrebačka berza*, (2016). www.zse.hr

PRILOG 1. Promet hartijama od vrijednosti na Beogradskoj berzi (1996-2015)

	UKUPNO	Komercijalni zapisi	Blagajnički zapisi	Obveznice NBJ	Robno-komercijalni zapisi	Žiralni novac	Obveznice SRJ	Obveznice RS	Obveznice/zapisi DRR	CD	Akcije	Menice	Obveznice PIO	Blagajnički zapisi NBJ	Obveznice preuzeća	Obveznice banaka
1996.	335.318.117	15.773.509	117.765.859	149.391.431	52.232.339	154.979										
1997.	613.780.958	184.507.267	10.289.052	238.530.057	9.144.455	625.945	94.999.581		29.026.195	1.669.446	44.067.085	921.875				
1998.	620.311.680	149.325.480	4.586.626	279.893.183		8.522	156.421.170			56.087	13.458.717	3.621.650	12.940.245			
1999.	524.928.381	89.725.220	750.319	30.975.766	126.135	85.215	247.100.941		5.091.743		26.422.829			1.153.816	100.192.235	23.304.162
2000.	676.662.451	515.834.432	56.358.255			5.927.577	52.233.664			1.886.667	23.152.890			11.514.232	9.022.905	731.829
2001.	840.860.292	357.056.540	10.628.444			16.174.517	3.028.172			10.096.041	1.611.628			415.172.329	26.741.467	351.154
2002.	1.685.411.342	372.411.160	7.850.687			47.876.367	16.418.683	28.084.606			115.302.832			776.314.611	321.152.397	
2003.	1.420.303.206	192.375.580				48.047.442		154.629.532			459.981.093			213.205.004	352.064.555	
2004.	556.635.879	32.779.192						123.656.720			347.406.489				52.793.478	
2005.	581.464.086							110.658.443			470.805.643					
2006.	1.210.439.480							158.682.748			1.051.756.732					
2007.	2.059.769.522							203.138.178			1.852.631.344					
2008.	882.454.957							65.541.628			816.913.329					
2009.	441.976.426							54.121.306			387.855.121					
2010.	222.475.934							44.969.888			177.015.081				490.965	
2011.	280.180.758							40.895.935			239.284.824					
2012.	219.765.572							38.275.933			179.858.790				1.630.849	
2013.	267.006.644							13.422.147			252.165.829				1.418.668	
2014.	173.518.701							40.139.296			133.195.089				184.316	
2015.	185.770.866							44.034.835			141.732.806				3.225	
	13.799.035.252															

Izvor: Beogradska berza (10. mart 2016), www.belex.rs

PRILOG 2. Najveće svjetske krize od 1929. do 2010. godine

Godina/period	1929.	1931-1933	1950-e, 1960-e	1974-1975	1979-1982	1982-1987	1990	1994-1995	1997-1998	2007-2010
Države	Sjedinjene Američke Države	Evropa	Svijet	SAD, Svijet	SAD, Svijet	SAD	Japan	Meksiko	Tajland, Indonezija, Malezija, Koreja, Rusija	SAD, Svijet
Uzrok krize	Stagnacija nakon posleratnog ekonomskog rasta	Smanjena kreditna aktivnost SAD na teritoriji Evrope	Konvertibilnost valuta bez makroekonomske koordinacije	Kolaps Breton Vuds sistema, kriza cena nafte u zemljama OPEC-a	Bankarski krediti dati zemljama trećeg svijeta, rast cena akcija nafte, tržište nekretnina u jugozapadnom delu SAD-a	Volatilnost na tržištu akcija, valutni disbalans	Nikkei indeks akcija, tržište nekretnina	Pojava velike tržišne deregulacije	Deregulacija, izdavanje visokorizičnih međunarodnih kredita	Nedovoljna kontrola mehanizma sekjuritizacije aktive
Oblast špekulativnih aktivnosti	Do 1925. tržište nekretnina; od 1928-1929 tržište akcija	Nisu postojale	Međunarodna trgovina	Finansijsko tržište	Valute, nafta, krediti u zemljama trećeg svijeta	Tržište akcija i valutno tržište	Tržište hartija od vrijednosti	Bankarski krediti, privatizacija nacionalnih banaka	Bankarski krediti, popularizacija građevine	Drugorazredni hipotekarni (subprime) krediti, kompleksni oblici HOV
Panika i krah	Oktobar 1929.	Austrija (maj 1931.), Nemačka (jun 1931.), V.Britanija (septembar 1931.)	Kanada (1962.), Italija (1963.), Britanija (1964.), Francuska (1968.), SAD (1973.)	1974.	Dolar 1979, nafta, 1980, kreditna kriza 1982	19.oktobar 1987.	Januar 1990.	1994.	1997-1998	Septembar 2007.
Zajmodavalac u krajnjoj instanci	Federalne rezerve	Slaba aktivnost SAD-a i Francuske	Banka za međunarodna poravnanja, tržište svopova	Banka za međunarodna poravnanja, tržište svopova	Međunarodni monetarni fond, krediti namenjeni farmama	Federalne rezerve, FDIC	Ministarstvo finansija i Centralna banka Japana	Međunarodni monetarni fond, Interamerička razvojna banka	Međunarodni monetarni fond, Svjetska banka, Azijska razvojna banka	

Izvor: Reinhart C.M. & Rogoff K. (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press

PRILOG 3. Promet i učešće akcija i obveznica stare devizne štednje u ukupnom berzanskom i vanberzanskom prometu u Srbiji, u milionima evra (2005-2010. godina)

Godina	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
Promet akcijama na berzi	471	1,049	1.843	816	383	177	239	179	252	133	142
Promet obveznicama na berzi	110	158	207	88	66	45	40	38	13	40	31
Učešće berzanskog prometa akcija u ukupnom prometu akcijama, %	41,3	53,4	91,6	78,7	71,7	87,5	71,8	73,6	85,6	62,9	40,4
Učešće berzanskog prometa obveznica u ukupnom prometu obveznica, %	20,6	13,9	40,7	47,1	21,2	25,9	9,7	7,7	3,8	56,0	32,0
Promet akcijama van berze	670	914	168	221	151	25	94	64	42	79	209
Promet obveznicama van berze	425	992	302	99	245	128	381	455	338	32	65
Učešće vanberzanskog prometa akcija u ukupnom prometu akcijama, %	58,7	46,6	8,4	21,3	28,3	12,5	28,2	26,4	14,4	37,1	59,6
Učešće vanberzanskog prometa obveznica u ukupnom prometu obveznica, %	79,4	86,1	59,3	52,9	78,8	74,1	90,3	92,3	96,2	44,0	68,0
Ukupan berzanski promet akcija i obveznica	581	1.207	2.050	905	449	222	280	218	265	173	173
Ukupan vanberzanski promet akcija i obveznica	1.096	1.150	470	188	311	153	422	520	351	111	274
Učešće berzanskog prometa akcija i obveznica u ukupnom prometu akcija i obveznica, %	34,6	51,2	81,3	82,8	59,0	58,1	39,9	29,6	43,0	60,9	38,7
Učešće vanberzanskog prometa akcija i obveznica u ukupnom prometu akcija i obveznica, %	65,4	48,8	18,7	17,2	41,0	40,9	60,1	70,4	57,0	39,1	61,3

Izvor: Komisija za hartije od vrijednosti Republike Srbije (23. april 20116). www.crhov.rs

BIOGRAFIJA KANDIDATA:

Kandidat magistar ekonomskih nauka Rade M. Rakočević je rođen 9. jula 1971. godine u Gradačcu, Bosna i Hercegovina. Na Ekonomskom fakultetu u Beogradu je diplomirao 1994. godine na smeru Finansije, bankarstvo i osiguranje, sa prosečnom ocjenom 9,07, gdje je i magistrirao 2007. godine sa temom „Privatizacija i razvoj finansijskog tržišta u zemljama Istočne Evrope“.

Pored navedenih akademskih zvanja, kandidat posjeduje licencu brokera za trgovanje na finansijskog tržištu u Republici Srbiji i licencu za obavljanje poslova investicionog menadžeta u Republici Srpskoj. U 2002. godini, kandidat je nalazio na studijskom boravku na Njujorškoj berzi akcija (New York Stock Exchange).

Kandidat je poslovnu karijeru započeo 1994. godine u „Credibel banci“ a.d. Beograd, gdje je radio do 1996. godine. Od 1996-2000. godine, bio je zaposlen u brokersko-dilerskoj kući „M&V Investments“ a.d. Novi Sad, na mjestu zamjenika direktora. U period od 2000-2007. godine, kandidat je osnivač i direktor brokerskoj-dilerske kuće „Senzal“ a.d. Beograd, koja je u tom periodu konstantno bila u samom vrhu po ostvarenom prometu i broju transakcija na Beogradskoj berzi (u 2002. i 2004. godini, Senzal a.d. je imao najveće učešće u prometu na Beogradskoj berzi od svih brokerskih kuća). U 2007. godini, Senzal a.d., koja je u tom trenutku imala filijale u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Makedoniji, preuzela je belgijska brokerska kuća „KBC Securities“. Od 2007. godine, kandidat je vlasnik društva za investiranje „Senzal capital“ d.o.o. Beograd, koje se bavi investiranje na tržištima kapitala u Srbiji i inostranstvu, kao i ulaganjem privatnog kapitala.

Kandidat je član Upravnog odbora Srpske asocijacije menadžera, član Upravnog odbora Beogradske otvorene škole i predsjednik Srpske asocijacije američkog fudbala. Oženjen je i ima dvoje djece.

Прилог 1.

Изјава о ауторству

Изјава о истовалности штампане и електронске верзије докторског рада

Потписани-а Раде Ракочевић

број уписа 877

Изјављујем

да је докторска дисертација под насловом

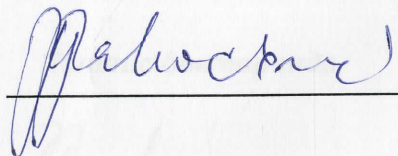
”УТИЦАЈ СВЈЕТСКОГ ТРЖИШТА КАПИТАЛА НА ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА У

СРБИЈИ”

- резултат сопственог истраживачког рада,
- да предложена дисертација у целини ни у деловима није била предложена за добијање било које дипломе према студијским програмима других високошколских установа,
- да су резултати коректно наведени и
- да нисам кршио/ла ауторска права и користио интелектуалну својину других лица.

Потпис докторанда

У Београду, 07.09.2016.



Прилог 2.

Изјава о истоветности штампане и електронске верзије докторског рада

Име и презиме аутора РАДЕ РАКОЧЕВИЋ

Број уписа 877

Студијски програм _____

Наслов рада “УТИЦАЈ СВЈЕТСКОГ ТРЖИШТА КАПИТАЛА НА ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА У СРБИЈИ

Ментор проф. др Бранко Васиљевић

Потписани РАДЕ РАКОЧЕВИЋ

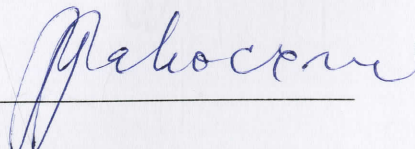
изјављујем да је штампана верзија мог докторског рада истоветна електронској верзији коју сам предао/ла за објављивање на порталу **Дигиталног репозиторијума Универзитета у Београду**.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци везани за добијање академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада.

Ови лични подаци могу се објавити на мрежним страницама дигиталне библиотеке, у електронском каталогу и у публикацијама Универзитета у Београду.

У Београду, 07.09.2016.

Потпис докторанда



Прилог 3.

Изјава о коришћењу

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Светозар Марковић“ да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду унесе моју докторску дисертацију под насловом:

“УТИЦАЈ СВЈЕТСКОГ ТРЖИШТА КАПИТАЛА НА ТРЖИШТЕ КАПИТАЛА У СРБИЈИ”

која је моје ауторско дело.

Дисертацију са свим прилозима предао/ла сам у електронском формату погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију похрањену у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду могу да користе сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons) за коју сам се одлучио/ла.

1. Ауторство
2. Ауторство - некомерцијално
3. Ауторство – некомерцијално – без прераде
4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима
5. Ауторство – без прераде
6. Ауторство – делити под истим условима

(Молимо да заокружите само једну од шест понуђених лиценци, кратак опис лиценци дат је на полеђини листа).

у Београду, 07. 09. 2016.

Потпис докторанда

