

UNIVERZITET U BEOGRADU
EKONOMSKI FAKULTET

Velimir R. Lukić

**FINANSIJSKA INTEGRACIJA-
TEORIJSKA I EMPIRIJSKA ANALIZA**

Doktorska disertacija

Beograd, 2014. godina

UNIVERSITY OF BELGRADE

FACULTY OF ECONOMICS

Velimir R. Lukić

**FINANCIAL INTEGRATION-
THEORETICAL AND EMPIRICAL
ANALYSIS**

Doctoral Dissertation

Belgrade, 2014

Mentor:

dr Aleksandar Živković, redovni profesor
Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu

Članovi komisije:

dr Boško Živković, redovni profesor
Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu

dr Nenad Vunjak, redovni profesor
Ekonomski fakultet, Univerzitet u Novom Sadu

Datum odbrane:_____

Né samo zbog ovoga rada,
već zbog ljubavi i brižnosti
posvetu darujem

Mojim roditeljima

FINANSIJSKA INTEGRACIJA - TEORIJSKA I EMPIRIJSKA ANALIZA

Rezime

Predmet istraživanja rada su finansijski sektor i finansijske institucije evropskih zemalja. Istaknuto obeležje evropskih finansijskih tokova u poslednje dve decenije je finansijska integracija. Ona se shvata kao stanje realnosti u kojem su ekonomski subjekti iz različitih zemalja, koji mogu biti na strani ponude ili tražnje za finansijskim uslugama, u svakom smislu ravnopravni kada nastupaju na jedinstvenom tržištu finansijskih usluga i da se ponašaju u skladu sa tim. Korisnici finansijskih usluga ne ispoljavaju preferenciju prema lokalnim finansijskim institucijama i mogu da biraju pružaoca finansijske usluge iz bilo koje zemlje čije lokalno tržište finansijskih usluga je samo deo jedinstvenog tržišta finansijskih usluga. Pružaoci finansijskih usluga mogu slobodno plasirati svoje usluge na celom jedinstvenom tržištu i ne nude povoljnije uslove svojim lokalnim klijentima.

Značaj finansijske integracije je višestruk. Ona doprinosi razvoju finansijskog sistema tako što podstiče konkurenciju, proširuje tržište i povećava efikasnost finansijskih institucija. Dubina i širina finansijskih tržišta rastu. Ovo se prenosi na performanse i strukturu privrede. Niži troškovi finansijskog posredovanja i niža cena kapitala stimulišu rast investicija i ekonomske aktivnosti, dok savršenije i efikasnije finansijske institucije garantuju efikasniju alokaciju kapitala.

Cilj rada je da postavi teorijsko-analitički okvir za razumevanje procesa finansijske integracije, njegovih osnovnih karakteristika i ekonomskih konsekvenci, i da da ocenu dosadašnjeg razvoja i tekućeg stanja finansijske integracije na različitim segmentima tržišta finansijskih usluga u dve grupe zemalja - evrozoni i zemljama istočne Evrope.

Korišćeni indikatori finansijske integracije sugerišu da je tržište novca u evrozoni najintegrisaniji segment, dok je tržište bankarskih usluga najmanje integrisan segment. Uzorno visok nivo integracije pre krize su ispoljavali i tržište državnih obveznica i tržište

korporativnih obveznica. Nakon izbijanja finansijske krize dolazi do pogoršavanja stanja finansijske integracije pri čemu se zemlje diferenciraju u dve grupe - zemlje zahvaćene krizom suverenog duga i zemlje bez krize suverenog duga. Stanje integracije u zemljama bez krize suverenog duga se stabilno vraća na pretkrizni nivo, tako da se pogoršanje finansijske integracije u evrozoni u celini pripisuje drugoj grupi. Tržište akcija je jedino na koje finansijska kriza nije ostavila negativan trag.

Analiza u zemljama istočne Evrope pokazuje stabilan napredak u integraciji tržišta novca i neuspeh integracije tržišta državnih obveznica. Tržište bankarskih usluga ispoljava heterogene nalaze o stepenu integracije. Upadljive su razlike u brzini konvergencije različitih bankarskih kamatnih stopa, kao i uticaj finansijske krize na nju. Veličina dugoročnih razlika u kamatnim stopama ukazuje na sistematske različitosti ekonomskog okruženja među zemljama koje onemogućavaju potpunu uniformnost kamatnih stopa. Na opstanak segmentacije tržišta snažno utiču određene lokalne specifičnosti i ponašanja ekonomskih subjekata, što je argumentovano i na primeru Srbije. U ovom radu se Srbija po prvi put pojavljuje u analizama evropske finansijske integracije.

Perspektiva evropske finansijske integracije ostaje snažna uprkos nepovoljnim događajima koji se zbivaju u poslednjim godinama. Finansijske institucije u rastućem stepenu profilišu svoju poslovnu strategiju uzimajući u obzir integrisani evropski finansijski prostor kao fokalno tržište. Analiza performansi nacionalnih bankarskih sektora ukazuje na atraktivnost tržišta zemalja istočne Evrope ka kojima migriraju banke iz zapadne Evrope.

Finansijska integracija je delikatan proces čija razvojna putanja ne sme biti prepuštena inerciji tržišnih dešavanja. Nosioci javne vlasti moraju biti involvirani u tokove odvijanja finansijske integracije, kroz razvijanje akcionih planova i preduzimanje projekata koji doprinose njenom ubrzanju i učvršćuju postignuti napredak. Evrozona je poučan primer.

Na osnovu uvida u iskustva finansijske integracije svih analiziranih zemalja može se zaključiti da zadovoljavajuće makroekonomske performanse, zdrav finansijski sistem i

fleksibilne finansijske institucije čine potporne stubove dostignuća savršene finansijske integracije.

Ključne reči: finansijska integracija, ekonomska integracija, finansijski razvoj, finansijski sistem, bankarski sektor, upravljanje finansijskim institucijama, merđžeri i akvizicije

Naučna oblast: Ekonomija

Uža naučna oblast: Ekonomska politika i razvoj (Finansije, bankarstvo i osiguranje)

UDK broj: 339.923 (043.3)

336.132.2 (043.3)

336.717 (043.3)

JEL klasifikacija: G21, G34, E44

FINANCIAL INTEGRATION - THEORETICAL AND EMPIRICAL ANALYSIS

Abstract

This paper deals with the financial sector and financial institutions of the European countries. The financial integration is a prominent feature of European financial flows in the last two decades. It is interpreted as a state of affairs in which economic agents from different countries, who either supply or demand financial services, are in formal sense in equal position when dealing with financial services and behave accordingly in the financial services markets. The users of financial services do not show preference for domestic financial institutions and can choose the provider of financial services on their own from any country whose local market in financial services is only part of the single market in financial services. Financial service providers are free to sell their services throughout the single market and do not offer better terms for using financial services to their domestic customers.

The role and importance of financial integration is manifold. It contributes to the development of the financial system by fostering competition, expanding markets and increasing the efficiency of financial institutions. The depth and breadth of financial markets rise. These developments affect the performances and structure of the national economy. The falling costs of financial intermediation and a lower cost of capital spur growth in investments and real economic activity, while more competent and efficient financial institutions warrant more efficient allocation of capital.

The aim of the paper is to set a theoretical and analytical framework for understanding the complex process of financial integration, its main characteristics and economic consequences, and to provide an assessment of evolution and current state of financial integration in various segments of the financial services market in two groups of countries - the euro area and the countries of Eastern Europe.

Employed indicators of financial integration suggest that the money markets in the euro area represent the most integrated segment of financial system, while the banking markets are the least integrated segment. The government bond and corporate bond markets were displaying appropriately high level of integration in the years preceding the crisis. After the onset of the financial crisis the state of financial integration in euro area deteriorates whereby countries differentiate into two groups - the countries affected by the sovereign debt crisis and the countries without a sovereign debt crisis. Afterwards, financial integration in countries without a sovereign debt crisis is steadily returning to the pre-crisis level, so that the deterioration of financial integration in the euro area as a whole can be fully attributed to disintegration forces in the second group of countries. Equity markets are precedent, since the financial crisis has not had negative repercussions on their degree of integration.

Analysis of the countries of Eastern Europe shows steady progress in the integration of money markets and the failure of the government bond markets integration. The banking markets exhibit heterogeneous findings concerning the degree of integration in the different sub-segments. Marked differences in the speed of convergence of various bank interest rates were observed, and the same holds for the impact of the financial crisis on its change. The magnitude in long-term interest rates differences indicates systematic differences across the country's economic environments that hinder ultimate uniformity of interest rates. The persistent market segmentation is strongly linked to certain local peculiarities and behavior of economic agents, which is arguably the case in Serbia. In this paper, it is the first time Serbia is included in the analysis of European financial integration.

The prospect of European financial integration remains robust despite the adverse events occurring in recent years. European financial institutions are increasingly formulating and implementing their business strategy, taking into account the integrated European financial area as a focal market. Analysis of national banking sector performances

indicates increasing attractiveness of the markets in Eastern Europe, so that Western European banks intensively seek to penetrate those markets.

Financial integration is a delicate process whose development path must not be left to the intact interplay of market forces. Public authorities must be involved in determining how financial integration unfolds through the development of adequate policies and action plans, and by undertaking measures and projects that contribute to its acceleration and safeguard progress achieved. The euro area is instructive example in that regard.

Based on the insight into the experiences of financial integration of all countries analyzed, it can be concluded that a satisfactory macroeconomic performances, sound financial system and flexible financial institutions are main supporting pillars for achievement of perfect financial integration.

Keywords: financial integration, economic integration, financial development, financial system, banking sector, financial institutions management, mergers and acquisitions

Scientific field: Economics

Specific scientific field: Economic policy and development (Finance, banking and insurance)

UDK number: 339.923 (043.3)

336.132.2 (043.3)

336.717 (043.3)

JEL classification: G21, G34, E44

Sadržaj

SPISAK SLIKA	i
SPISAK TABELA	v
UVOD	1
1. Ekonomska i finansijska integracija	14
1.1. Pojemno određenje ekonomske integracije	14
1.2. Pojemno određenje finansijske integracije	17
1.3. Funkcije finansijskog sistema u ambijentu finansijske integracije	22
1.4. Ključne koristi i implikacije fenomena finansijske integracije	29
1.5. Značaj finansijske integracije za ekonomski i finansijski razvoj	39
1.5.1. Pregled pokazatelja finansijskog razvoja	44
1.5.2. Konceptualna veza finansijskog sistema, finansijskog razvoja i finansijske integracije	55
1.5.3. Sastavni elementi teorije privrednog rasta i razvoja	60
1.5.4. Evaluacija rezultata procesa konvergencije u Evropskoj Uniji	71
1.5.5. Finansijski razvoj u ekonomskoj teoriji	75
1.6. Uspostavljanje jedinstvenog tržišta finansijskih usluga u Evropi	95
1.6.1. Model integracije tržišta kapitala	96
1.6.2. Pravni sistem u ulozi smetnje i katalizatora finansijske integracije	106
1.6.3. Stvaranje jedinstvenog evropskog finansijskog prostora kao pretpostavka kretanja ka ekonomskoj i monetarnoj uniji	110
1.6.4. Akcioni plan za tržište finansijskih usluga	126
2. Implikacije finansijske integracije na upravljanje finansijskim institucijama	134
2.1. Bankarski sektor u Nemačkoj	134
2.2. Bankarski sektor u Francuskoj	145
2.3. Bankarski sektor u Italiji	152
2.4. Performanse bankarskih sistema u Evropi	159
2.4.1. Stopa prinosa na sopstveni kapital	159
2.4.2. Stopa prinosa na ukupnu imovinu	171
2.4.3. Neto kamatna margina	174
2.4.4. Racio nekamatnih poslovnih troškova i zbira neto kamatnih i nekamatnih prihoda	177
2.5. Izazovi promena u okruženju	183
2.5.1. Struktura finansijske imovine domaćinstava	184
2.5.2. Struktura finansijskih obaveza preduzeća izvan finansijskog sektora	190

2.6. Merdžeri i akvizicije kao prateća karakteristika finansijske integracije	195
2.6.1. Motivacija za sprovođenje merdžera i akvizicija.....	197
2.6.2. Tipologija merdžera i akvizicija u finansijskom sektoru	209
2.6.3. Empirijska evaluacija determinanti merdžera i akvizicija	211
2.6.4. Realizovani prekogranični merdžeri i akvizicije i njihovi rezultati	220
3. Pokazatelji finansijske integracije.....	244
3.1. Pokazatelji finansijske integracije zasnovani na cenama.....	249
3.2. Pokazatelji finansijske integracije zasnovani na vestima	263
3.3. Pokazatelji finansijske integracije zasnovani na kvantitetima	270
3.4. Pregled pokazatelja finansijske integracije za određene segmente finansijskog tržišta	276
3.4.1. Tržište novca	276
3.4.1.1. Disperzija kamatnih stopa na tržištu nekolateralizovanih kredita	277
3.4.1.2. Disperzija kamatnih stopa na tržištu kolateralizovanih kredita	295
3.4.1.3. Kvantitativni pokazatelji na tržištu novca.....	303
3.4.2. Tržište državnih obveznica	313
3.4.2.1. Osnovna obeležja tržišta državnih obveznica	313
3.4.2.2. Disperzija spreda u prinosima.....	318
3.4.2.3. Pokazatelji zasnovani na vestima.....	325
3.4.3. Tržište korporativnih obveznica	332
3.4.3.1. Osnovna obeležja tržišta korporativnih obveznica	332
3.4.3.2. Pokazatelji zasnovani na cenama.....	341
3.4.3.3. Kvantitativni pokazatelji na tržištu korporativnih obveznica	350
3.4.4. Tržište akcija.....	356
3.4.4.1. Pokazatelji zasnovani na vestima.....	356
3.4.4.2. Disperzija prinosa indeksa akcija.....	360
3.4.4.3. Kvantitativni pokazatelji na tržištu akcija.....	367
3.4.5. Tržište bankarskih usluga	373
3.4.5.1. Disperzija kamatnih stopa na kredite preduzećima	375
3.4.5.2. Disperzija kamatnih stopa na kredite i depozite stanovništva	382
3.4.5.3. Beta konvergencija.....	385
3.4.5.4. Promene u kreditnoj politici i kreditnim standardima banaka	390
3.4.5.5. Kvantitativni pokazatelji na tržištu bankarskih usluga	394
4. Obeležja procesa finansijske integracije u Srbiji i drugim istočnoevropskim zemljama	403

4.1. Integracija finansijskih tržišta	406
4.2. Integracija tržišta bankarskih usluga.....	427
ZAKLJUČNA RAZMATRANJA	453
LITERATURA	476
BIOGRAFIJA	490

SPISAK SLIKA

Slika 1: Granica efikasnih portfolija akcija u EU	32
Slika 2: Veličina tržišta kapitala kao % BDP-a	46
Slika 3: Vrednost emitovanih obveznica preduzeća izvan finansijske delatnosti kao % BDP-a.....	48
Slika 4: Mera efikasnosti procesuiranja informacija na tržištu akcija	50
Slika 5: Veličina kapitala uloženog u finansiranje inovativnih kompanija kao % BDP-a 54	
Slika 6: Šematski prikaz delovanja finansijske integracije i finansijskog razvoja unutar finansijskog sistema	56
Slika 7: Veza između nivoa finansijskog razvoja i koeficijenta elastičnosti investicija u odnosu na dodatnu vrednost.....	59
Slika 8: Određivanje ravnotežne vrednosti kapitalnog koeficijenta u Solow-ljevom modelu.....	64
Slika 9: Proces konvergencije u starim članicama EU u periodu 1950-2009.....	71
Slika 10: Proces konvergencije u starim i novim članicama EU u periodu 1990-2009. ..	73
Slika 11: Model međunarodnog tržišta kapitala bez mobilnosti kapitala	97
Slika 12: Model međunarodnog tržišta kapitala sa mobilnošću kapitala.....	99
Slika 13: Raspodela koristi i troškova u slučaju potpune liberalizacije priliva i odliva kapitala iz zemlje	104
Slika 14: Raspodela koristi i troškova u slučaju delimične liberalizacije priliva i odliva kapitala iz zemlje	105
Slika 15: Vlasničko-organizaciona struktura sektora štedionica u Francuskoj	149
Slika 16: Promena relativnog odnosa neto kamatnih prihoda, neto prihoda od provizija i naknada i ostalih nekamatnih prihoda u ukupnoj strukturi prihoda bankarskog sektora	183
Slika 17: Promene u strukturi finansijske imovine domaćinstava u najvećim zemljama EU	187
Slika 18: Promene u strukturi finansijske imovine domaćinstava u novim članicama EU iz Jugoistočne Evrope	189
Slika 19: Promene u strukturi izvora finansiranja nefinansijskih preduzeća u najvećim zemljama EU.....	192
Slika 20: Promene u strukturi izvora finansiranja nefinansijskih preduzeća u novim članicama EU iz Jugoistočne Evrope.....	193
Slika 21: Tipovi merdžera i akvizicija	209
Slika 22: Ekonomija obima u bankarstvu	212
Slika 23: Krive prosečnih jediničnih troškova u bankarstvu	213
Slika 24: Optimalna veličina banke prema kriterijumu minimalnih prosečnih jediničnih troškova.....	215

Slika 25: Struktura merdžera i akvizicija u evrozoni prema domicilnosti uključenih banaka	226
Slika 26: Pokretači promene cena akcija	268
Slika 27: Disperzija kamatnih stopa na nekolateralizovane međubankarske kredite u periodu 1994-2012.	279
Slika 28: Disperzija kamatnih stopa na nekolateralizovane međubankarske kredite u periodu 2006-2012.	281
Slika 29: Višak likvidnosti u bankarskom sistemu evrozone	290
Slika 30: Dnevni obim prekonoćnog kreditiranja banaka iz EONIA panela.....	293
Slika 31: Disperzija kamatnih stopa na kolateralizovane međubankarske kredite	298
Slika 32: Zaduzenost banaka iz zemalja evrozone zahvaćenih krizom na tržištu novca	305
Slika 33: Zaduzenost banaka iz zemalja evrozone koje nisu zahvaćene krizom na tržištu novca	306
Slika 34: Struktura transakcija na tržištu novca prema rezidentnosti druge strane u zemljama evrozone zahvaćenim krizom	307
Slika 35: Struktura transakcija na tržištu novca prema rezidentnosti druge strane u zemljama evrozone koje nisu zahvaćene krizom.....	309
Slika 36: Kretanje razlike između EONIA-e i kamatne stope na depozitne olakšice.....	312
Slika 37: Suma emitovanih dužničkih hartija od vrednosti prema vrsti emitenta	314
Slika 38: Disperzija spreda u prinosima državnih obveznica	318
Slika 39: Prosečan prinos na desetogodišnje državne obveznice u evrozoni, njegov interval varijacije i interkvartilna razlika	321
Slika 40: Beta koeficijent desetogodišnjih državnih obveznica	325
Slika 41: Prosečno odstupanje beta koeficijenta i odsečka regresije promene prinosa desetogodišnjih državnih obveznica od idealnih vrednosti	326
Slika 42: Korigovani beta koeficijent i odsečak regresije promene prinosa desetogodišnjih državnih obveznica	327
Slika 43: Neto emisija korporativnih obveznica prema tipu emitenta	334
Slika 44: Vrednosti ocena parametara uz veštačke promenljive za zemlje kod korporativnih obveznica.....	344
Slika 45: Disperzija vrednosti ocena parametara uz veštačke promenljive za zemlje kod korporativnih obveznica.....	345
Slika 46: Dekompozicija varijanse spreda u prinosima na objašnjavajuće faktore	346
Slika 47: Disperzija premija kod petogodišnjih CDS-ova	348
Slika 48: Prekogrančne investicije MFI iz evrozone u dužničke hartije od vrednosti ..	351
Slika 49: Struktura portfolija dužničkih hartija od vrednosti investicionih fondova.....	356
Slika 50: Mera osetljivosti lokalne stope prinosa na akcije na vesti iz evrozone	357

Slika 51: Racio varijanse prinosa akcija na lokalnom tržištu akcija.....	359
Slika 52: Disperzija prinosa lokalnih i sektorskih indeksa na tržištu akcija.....	361
Slika 53: Investicije rezidenata i nerezidenata evrozone u akcije iz evrozone	368
Slika 54: Investicije u akcije iz evrozone u zemljama evrozone koje su zahvaćene krizom i koje nisu zahvaćene krizom.....	369
Slika 55: Struktura portfolija akcija investicionih fondova	371
Slika 56: Disperzija kamatnih stopa na kredite preduzećima	376
Slika 57: Prosečne kamatne stope na novoodobrene kredite preduzećima.....	378
Slika 58: Stope rasta obima kredita u evrozoni u periodu 2004-2012.....	380
Slika 59: Disperzija kamatnih stopa na kredite stanovništvu	382
Slika 60: Disperzija kamatnih stopa na depozite stanovništva	384
Slika 61: Beta konvergencija kamatnih stopa u evrozoni	387
Slika 62: Kretanje prosečne vrednosti fiksnih efekata u evrozoni.....	389
Slika 63: Neto promena uslova kreditiranja preduzeća u evrozoni	392
Slika 64: Neto promena uslova kreditiranja stanovništva u evrozoni.....	393
Slika 65: Prekogranična kreditna aktivnost banaka iz evrozone	395
Slika 66: Intra-MFI prekogranična kreditna aktivnost.....	397
Slika 67: Investicije u hartije MFI sektora u evrozoni.....	399
Slika 68: Prirodne i veštačke barijere integraciji tržišta finansijskih usluga	401
Slika 69: Disperzija kamatnih stopa na prekonoćne međubankarske kredite.....	409
Slika 70: Disperzija kamatnih stopa na jednomesečne međubankarske kredite.....	411
Slika 71: Disperzija kamatnih stopa na tromesečne međubankarske kredite	413
Slika 72: Disperzija kamatnih stopa na šestomesečne i dvanaestomesečne međubankarske kredite	414
Slika 73: Udeo državnih hartija u ukupnom javnom dugu	417
Slika 74: Spređ u prinosima državnih obveznica.....	418
Slika 75: Disperzija spređa u prinosima državnih obveznica	420
Slika 76: Beta koeficijent državnih obveznica zemalja Istočne Evrope	422
Slika 77: Prosečno odstupanje beta koeficijenta i odsečka regresije državnih obveznica zemalja Istočne Evrope	423
Slika 78: Mesečna dinamika kretanja racia varijanse državnih obveznica.....	426
Slika 79: Mesečna dinamika brzine konvergencije kamatnih stopa na kredite i depozite stanovništva u zemljama Istočne Evrope.....	434
Slika 80: Mesečna dinamika brzine konvergencije kamatnih stopa na kredite preduzećima u zemljama Istočne Evrope	435

Slika 81: Kretanje prosečne vrednosti fiksnih efekata kod kredita i depozita stanovništva	450
Slika 82: Kretanje prosečne vrednosti fiksnih efekata kod kredita preduzećima	451

SPISAK TABELA

Tabela 1: Stadijumi ekonomske integracije	16
Tabela 2: Ocena veze između razvijenosti finansijskog sistema i rasta privrednih sektora koji se relativno više oslanjaju na eksterne izvore finansiranja.....	87
Tabela 3: Regulatorna ograničenja za poslovanje banaka u zemljama EU u 1980-im...	108
Tabela 4: Prikaz koristi od finansijske integracije prema Čekinijevom izveštaju	114
Tabela 5: Prikaz strukturnih indikatora bankarskog sektora za zemlje EU u periodu 1985-1995.....	125
Tabela 6: Institucionalna struktura bankarskog sektora u Nemačkoj	134
Tabela 7: Institucionalna struktura bankarskog sektora u Francuskoj	145
Tabela 8: Relativni značaj tri vodeće grupe kreditnih zadruga u Francuskoj	148
Tabela 9: Udeo akcija u vlasništvu fondacija u vodećim italijanskim bankama	154
Tabela 10: Kretanje broja bankarskih subjekata u najvećim zemljama EU	155
Tabela 11: Struktura kreditnih plasmana sektora kreditnih zadruga u Italiji prema visini iznosa kredita	156
Tabela 12: Stopa prinosa na sopstveni kapital prema nekonsolidovanim podacima.....	165
Tabela 13: Stopa prinosa na sopstveni kapital prema konsolidovanim podacima.....	166
Tabela 14: Stopa prinosa na sopstveni kapital prema korigovanim konsolidovanim podacima	169
Tabela 15: Stopa prinosa na ukupnu imovinu.....	173
Tabela 16: Neto kamatna margina	175
Tabela 17: Racio nekamatnih poslovnih troškova i zbira neto kamatnih i nekamatnih prihoda	179
Tabela 18: Udeli neto kamatnih prihoda, neto nekamatnih prihoda i nekamatnih poslovnih troškova u ukupnoj aktivni bankarskog sektora.....	181
Tabela 19: Ocene ušteda u troškovima koje su rezultat ekonomije obima.....	215
Tabela 20: : Očekivani finansijski efekti odabranih merdžera i akvizicija u finansijskom sektoru EU	217
Tabela 21: 10 najvećih prekograničnih merdžera i akvizicija u EU15	225
Tabela 22: Broj realizovanih merdžera i akvizicija u EU po zemljama	227
Tabela 23: Broj stranih supsidijara u zemljama EU	234
Tabela 24: Broj filijala stranih banaka u zemljama EU	236
Tabela 25: Udeo stranih supsidijara i filijala stranih banaka u ukupnoj aktivni bankarskog sektora zemalja EU	237
Tabela 26: Struktura emitovanih dužničkih hartija od vrednosti prema vrsti emitenta..	315
Tabela 27: Prosečan spread u prinosima kod desetogodišnjih državnih obveznica	319

Tabela 28: Promena u prinosima desetogodišnjih državnih obveznica u 2010. god.	324
Tabela 29: Raspored rangiranih korporativnih obveznica evropskih emitenata po rejting kategorijama.....	335
Tabela 30: Nominalni iznos obveznica emitovanih na osnovu založene imovine	338
Tabela 31: Prosečan rok dospeća obveznica nefinansijskih preduzeća	340
Tabela 32: Prosečne vrednosti ocena regresionih parametara kojima se meri nivo integracije tržišta korporativnih obveznica	342
Tabela 33: Pregled udela dužničkih hartija od vrednosti emitovanih u drugim zemljama evrozone u ukupnom portfoliju iskazan po zemljama	353
Tabela 34: Pregled udela dužničkih hartija od vrednosti emitovanih u zemljama koje nisu članice EU u ukupnom portfoliju iskazan po zemljama	354
Tabela 35: Pregled udela obveznica MFI emitovanih u drugim zemljama evrozone u ukupnom portfoliju tih obveznica iskazan po zemljama	355
Tabela 36: Pregled ulaganja u tržišta akcija 27 zemalja EU od strane pojedinačnih zemalja EU	370
Tabela 37: Udeo javnog duga i državnih hartija u BDP-u.....	416
Tabela 38: Prosečan spread u prinosima državnih obveznica	419
Tabela 39: Prosečne godišnje vrednosti racia varijanse državnih obveznica	425
Tabela 40: Udeo kredita odobrenih privatnom sektoru u BDP-u	428
Tabela 41: Udeo banaka u većinskom stranom vlasništvu u ukupnoj aktivni bankarskog sektora u zemljama Istočne Evrope	429
Tabela 42: Struktura inostrane kreditne zaduženosti banaka i preduzeća iz zemalja Istočne Evrope prema zemlji porekla izvora finansiranja	430
Tabela 43: Korelacija brzine konvergencije kamatnih stopa na stambene kredite	438
Tabela 44: Brzina konvergencije kamatnih stopa pre i posle nastupa finansijske krize.	441
Tabela 45: Fiksni efekti po zemljama izvedeni na osnovu obračuna brzine konvergencije kamatnih stopa	444
Tabela 46: Veličina dugoročnih razlika u kamatnim stopama.....	449

UVOD

Finansijska integracija je fenomen koji esencijalno proizlazi iz konvencionalne ekonomske teorije i analize koja se bavi izučavanjem i razmatranjem međunarodnih finansijskih tržišta i međunarodnog kretanja kapitala. Sam termin finansijska integracija se afirmiše u prvoj dekadi XXI veka, kada se pojmovno prvi put i definiše. Prema definiciji, tržište za određeni skup srodnih finansijskih instrumenata ili usluga se može definisati kao integrisano ukoliko svi potencijalni tržišni učesnici na tom tržištu: a.) jesu dužni da se pridržavaju jedinstvenog skupa normi i propisa kada odluče da obavljaju transakcije sa finansijskim instrumentima, pružaju ili koriste finansijske usluge, b.) imaju ravnopravan pristup definisanom skupu finansijskih instrumenata ili usluga i c.) nisu diskriminirani kada aktivno posluju na relevantnom tržištu. Finansijski sistem i tržišta zemalja uključenih u sveobuhvatnu i duboku ekonomsku integraciju, poput zemalja Evropske Unije, su pretrpeli korenite promene u poslednje dve dekade, a čija je jedna od manifestacija i finansijska integracija. Snaga negativnog dejstva postojanja nacionalnih granica i drugih barijera koje su ograničavale tokove kapitala i finansijskih usluga progresivno erodira, menjajući tako iz temelja karakteristike okruženja u kojem funkcionišu finansijske institucije.

Zamajac procesu finansijske integracije pružaju tri pokretačke snage. Prva i noseća pokretačka sila su pojedinačni interesi ekonomskih učesnika. Produbljivanje finansijske integracije je prirodan izraz interesa i namera racionalnih i profitno orijentisanih ekonomskih učesnika. Preduzeća svih veličina očekuju pad troškova finansijskog posredovanja, koji se ogleda u sniženju troškova izvora njihovog finansiranja, kao primarnu posledicu finansijske integracije. Pored toga, oni očekuju i veće mogućnosti za zadovoljenje svojih potreba za finansiranjem i efikasnije korišćenje finansijskih usluga koje prate i pomažu njihovu redovnu poslovnu aktivnost. Investitori u finansijske instrumente uživaju koristi po osnovu pristupa širem skupu finansijskih instrumenata koje mogu uvrstiti u svoj portfolio, čime popravljaju nivo njegove diversifikacije. Finansijska integracija svoja pozitivna dejstva ostvaruje primarno preko mehanizma slobodne konkurencije u sektoru finansijskih usluga. Povišen nivo konkurencije vodi padu margine

u finansijskom posredovanju za finansijske institucije, koji je najočigledniji u bankarskoj sferi u kojoj se manifestuje kao sužavanje razlike između aktivne i pasivne kamatne stope. Finansijska integracija nije samo opasnost za opstanak finansijskih institucija, već i šansa da na temelju iskorišćavanja ekonomija obima i obuhvata koje pruža novokreirano jedinstveno tržište finansijskih usluga popravi svoje poslovne performanse. Finansijska integracija pruža mogućnost plasmana finansijske usluge bez, do tada neizostavnog, pokretanja poslovanja u drugoj zemlji. Ona najneposrednije omogućava rast tržišnog učešća pojedinačne finansijske institucije, na osnovu preuzimanja dela tržišta od konkurencije u fer konkurentskoj borbi. Sprovođenje prekograničnih merđžera i akvizicija bi trebalo da se obavlja na slobodniji i jednostavniji način, tako da nema bitnih razlika u odnosu na domaće merđžere i akvizicije. Odsustvom finansijske integracije opstale bi brojne ekonomske neefikasnosti koje su posledica segmentacije tržišta. Sve ekonomske neefikasnosti u finansijskom sektoru podižu troškove finansijskog posredovanja i uslođnjavaju obavljanje finansijskih transakcija. One se jasno očitavaju na tržištu hartija od vrednosti na kojem često postoje izolovane nacionalne platforme za trgovanje, kliring i saldiranje hartija koje je racionalnije zameniti jedinstvenom finansijskom infrastrukturu koja bi funkcionalno pokrivala integrisano tržište. Osnovna pokretačka sila finansijske integracije je stoga nezavisno, nekoordinisano i autonomno ponašanje ekonomskih učesnika, odnosno prirodna tržišna interakcija među učesnicima, čiji je ishod produbljivanje finansijske integracije.

Ekonomske učesnici u određenim okolnostima mogu ostvariti znatne zajedničke koristi kroz međusobnu saradnju. Time se dolazi do druge pokretačke sile finansijske integracije - zajedničko koordinirano delovanje u višestranom interesu ekonomskih učesnika. Ova pokretačka sila, premda negira tržišni antagonizam, ne potire vodeću pokretačku silu finansijske integracije već je dopunjuje. Upečatljiv primer je kreiranje referentnih tržišnih indeksa. Za obračun referentne tržišne kamatne stope nužna je saradnja i definitivni sporazum relevantnih tržišnih aktera - najvećih banaka. Obračun EURIBOR-a, EONIA-e i EUREPO-a ne bi bio izvodiv bez saglasnosti ključnih banaka da će nezavisnom telu dostavljati svoje poverljive podatke i ovlastiti ga da ih koristi za obračun referentnih tržišnih kamatnih stopa. Upotrebna vrednost ovih referentnih tržišnih kamatnih stopa je

mногоstruka. Preko njih se prate opšta tržišna kretanja i promene, ali ih banke mogu primenjivati u svom redovnom poslovanju, kao što je slučaj kod određivanja cene kredita. U konkretnom slučaju dva udruženja su odigrala značajnu ulogu - Udruženje evropskih banaka (*European Banking Federation-EBF*) i Asocijacija tržišta hartija od vrednosti (*Financial Markets Association-ACI*). Zahvaljujući sporazumima koji su rezultat dogovora i konsenzusa među nosiocima finansijskih usluga, a čije zaključenje olakšavaju i ubrzavaju brojna profesionalna udruženja i asocijacije, aktivna na različitim segmentima finansijskog tržišta koja organizuju forume unutar kojih se vodi svrsishodan dijalog, finansijska integracija se dodatno produbljuje. Na tržištima hartija od vrednosti pojavljuju se sporazumi kojima se uniformišu tehničke karakteristike finansijskih instrumenata, kao i standardne prakse i procedure u njihovom trgovanju, što doprinosi povećanju dubine i širine finansijskog tržišta. Ove mere presudno utiču na rast poverenja investicione javnosti u finansijska tržišta koji bitno determinišu njihovu likvidnost.

Neizostavna treća pokretačka sila finansijske integracije je delovanje nosilaca ekonomske i monetarne politike. Svaki nosilac javne vlasti ima primarni zadatak da se stara o opštem dobru društvene zajednice. Kako finansijska integracija proizvodi prožimajuće efekte na kompletan ekonomski sistem, a ne samo na finansijski sistem zemlje, tako aktivno upravljanje dotičnim procesom od strane čuvara javnog interesa i kreatora politike predstavlja kategorički imperativ. Među njima, nosioci monetarne vlasti imaju najveću odgovornost da obezbede povoljan ambijent za odvijanje procesa integracije kako bi se postigao optimalan ishod iz ugla interesa društva. Doprinos monetarne vlasti finansijskoj integraciji se ostvaruje kroz nekoliko kanala. Obzirom da finansijski sektor predstavlja verovatno najregulisaniji sektor u svakoj nacionalnoj ekonomiji, zakonski i regulatorni okvir finansijske delatnosti koji su koncipirani tako da obezbede finansijsku stabilnost u nacionalnim okvirima mogu biti ozbiljna smetnja autonomnom ponašanju ekonomskih učesnika i njihovom zajedničkom koordinisanom delovanju iz kojih proističe produbljivanje finansijske integracije. Prilagođavanje zakonskog i regulatornog okvira novom stanju okruženja, koje odlikuje uznapredovala finansijska integracija, je izazov čije uspešno zadovoljenje implicira uvažavajući doprinos nosilaca ekonomske i monetarne politike kroz direktnu akciju. Razvijanje i implementacija Akcionog plana za

kompletiranje jedinstvenog tržišta finansijskih usluga (*Financial Services Action Plan*) u Evropskoj Uniji je primer planske politike prilagođavanja zakonskog i regulatornog okvira. Osnivanje TARGET-a (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*), platnog sistema za bruto obračun u realnom vremenu, se svrstava u važnu direktnu akciju Evropske centralne banke koja je omogućila da se sva plaćanja u evrima obavljaju brzo, pouzdano i uz niske troškove. U preostale aktivnosti kojima se potpomaže finansijska integracija ubrajaju se delovanje u ulozi facilitatora za sve pokušaje zajedničkog koordinisanog delovanja ekonomskih učesnika, podizanje nivoa znanja, društvene spoznaje i monitoring trenutnog stanja finansijske integracije. Ovako ekstenzivan skup mera i aktivnosti monetarnih vlasti reflektuje rang prioriteta koji one pridaju finansijskoj integraciji.

Združena snaga razmatranih pokretačkih sila se pokazala dovoljnom da obezbedi kritičnu masu za korenite i dalekosežne promene na tržištu finansijskih usluga zemalja koje nastoje da unifikuju svoje ekonomske sisteme. Postignuti rezultati u finansijskim integracijama pratili su dosledno uložene napore. Dosadašnja iskustva i ostvareni napredak u finansijskim integracijama privlače rastuću istraživačku pažnju. Obzirom na njenu uticajnost razvija se novo polje istraživanja u finansijama čiji je cilj da se definišu i obrazlože ključni koncepti, efekti, determinante, šeme uzročno-posledičnih odnosa koji zajedno objašnjavaju i demistifikuju dotični fenomen, sa posebnim naglaskom na razvoj meritorne metodologije za ocenu i praćenje evolucije finansijske integracije. Novo istraživačko polje se kontinuelno popunjava radovima koji šire granice znanja i razumevanja fenomena finansijske integracije. Na liniji tih razmatranja i istraživanja ponikao je rad koji sledi.

Rad na celovit način izlaže tematiku finansijskih integracija. Prva glava rada postavlja temelje dalje analize. U njoj se pravi paralela između ekonomske integracije i finansijske integracije, kako bi se razumela bliskost, komplementarnost i uzajamna uslovljenost ovih procesa. Difuzni efekti finansijske integracije na finansijski sistem opravdavaju elaboraciju njegovih funkcija kao potencijalnih kanala putem kojih se rasprostire uticaj integracije. Nakon toga, daje se detaljan pregled koristi i implikacija finansijske

integracije pozivajući se na radove eminentnih autora iz oblasti. Finansijska integracija i finansijski razvoj su koncepti čija se realizacija zbiva u okvirima finansijskog sistema. Iako dva po suštini različita koncepta, oni se nužno međusobno prepliću jer oba u krajnjoj liniji utiču na rezultate finansijskog sistema i njegovo skladno funkcionisanje. Koncept finansijskog razvoja je stariji pa stoga detaljnije istraživački proučavan, a iz toga proizlazi već razvijena metodologija merenja nivoa finansijskog razvoja koja se i dalje usavršava. Shodno tome razlikuju se tradicionalni indikatori finansijskog razvoja i indikatori novijeg datuma. Obe grupe indikatora je moguće utvrditi samo kod razvijenih zemalja, pa se u radu daje njihov pregled za stare članice Evropske Unije, SAD, Japan i Švajcarsku. Teorijsku sponu između finansijskog razvoja i integracije sa jedne strane i ekonomskog rasta sa druge strane pruža Solow-ljev model. Na taj način se dilema o uticaju razvijenosti finansijskog sektora na privrednu aktivnost i realnu ekonomiju smešta u kontekst klasične teorije privrednog rasta i razvoja, čime se daju validni argumenti koji idu u prilog hipotezi da nivo finansijskog razvoja determiniše ekonomski rast. Prihvatanje ove hipoteze daje novu perspektivu podsticanju i upravljanju finansijskim razvojem, jer se on može koristiti kao instrument za postizanje konvergencije dugoročnih stopa privrednog rasta grupe zemalja. Određeni radovi ukazuju da ova veza nije linearna, odnosno da se ne može očekivati da će sve zemlje sa podizanjem nivoa finansijskog razvoja težiti istoj dugoročnoj stopi rasta. Umesto toga, ističe se granična vrednost u nivou finansijskog razvoja čiji prelazak usmerava zemlju na putanju konvergencije stopa rasta. U suprotnom slučaju dugoročna stopa privrednog rasta zemlje može varirati, ali je striktno niža od jedinstvene stope kojoj teže zemlje sa razvijenim finansijskim sistemom. U kontekstu razmatranja konvergencije sprovedena je empirijska analiza na nivou EU zemalja koja prati da li njihovi nivoi BDP-a per capita konvergiraju u posleratnom periodu. Izlaganje koncepta finansijskog razvoja se okončava prikazom zaključaka iz najrelevantnijih radova posvećenih ovoj temi, od kojih su neki detaljnije prikazani sa njihovim rezultatima. Uvod u studiju slučaja finansijske integracije u Evropi započinje sa prezentacijom koraka, mera i uslova koji moraju biti ispunjeni da bi se postiglo jedinstveno tržište finansijskih usluga. Snažan stimulans integraciji u EU su činile direktive koje su donosile ovlašćena tela u EU. Prve takve direktive su donete već 1960. i 1962. god. i one su dopuštale slobodu u plaćanjima vezanim za određene kapitalne

transakcije, ali krupniji koraci su načinjeni Prvom i Drugom bankarskom direktivom, kao i setom drugih direktiva usvojenih u osvit zaključenja Ugovora iz Maastrichta kojim je *de jure* stvorena EU. Time su stvoreni i pravni uslovi da se fundamentalno izmeni pejzaž evropskog finansijskog sektora i tržišta finansijskih usluga. Nažalost, pokazalo se da opsežna legislativna aktivnost nije dovoljna za izmenu faktičkog stanja, jer je izostala prilježnost i posvećenost u primeni tih direktiva, a nije bila retka i nekonzistentnost u njihovoj primeni od strane zemalja članica. Zato se krajem 1990-ih pribeglo formulisanju Akcionog plana za kompletiranje jedinstvenog tržišta finansijskih usluga. Intencije plana su sažete u četiri strateška cilja, a njegova primena obeležila je prvu dekadu XX veka. Sastavni deo izlaganja uspostavljanja jedinstvenog tržišta finansijskih usluga u Evropi je i prikaz modela integracije tržišta kapitala.

Druga glava rada je usmerena na ocenu trenutnog stanja i prikaz obeležja nacionalnih bankarskih sistema evropskih zemalja, kao i strateške i operative aspekte upravljanja i rasta banaka. Obzirom da je dugi niz decenija u poslovanju evropskih banaka preovlađivala nacionalna dimenzija, nacionalni bankarski sistemi su evoluirali svaki na sebi svojstven način. Detaljnije su zbog toga izložena distinktivna obeležja i strukture bankarskih sistema u tri najveće privrede evrozone - nemačkoj, francuskoj i italijanskoj. U svakom od ovih sistema i dalje se jasno ističu obeležja koja se mogu pripisati njihovom istorijskom nasleđu. Snažna tendencija ustrojavanja bankarskog sektora na tržišnim principima u tri navedene zemlje otpočinje sa formiranjem EU, ali uprkos talasu privatizacije bankarskih organizacija koje su u državnom vlasništvu i transformaciji organizacija neakcionarskih formi privrednih društava (kreditne zadruge) u akcionarske, izvesne privilegije za obe vrste organizacija se zadržavaju do današnjih dana što im obezbeđuje ne samo opstanak, već i impozantan uticaj na tekuće bankarske tokove i dešavanja. Nakon detaljne analize tri krupna bankarska sistema u radu se prelazi na analizu performansi bankarskih sistema većine evropskih zemalja, SAD, Rusije, Švajcarske i Japana. Svrha komparacije performansi sistema je dvojaka. Sa jedne strane nastoje se izdvojiti sistemi koji konzistentno po performansama nadilaze ostale, da bi se sa druge strane identifikovale strategije, poslovni modeli i oblici organizacije koji su izvor komparativne prednosti i uspeha banaka iz tih sistema. Performanse bankarskih

sistema se opisuju preko seta od četiri indikatora kojima se izražava efikasnost i profitabilnost bankarskog sektora: a.) stopa prinosa na sopstveni kapital, b.) stopa prinosa na ukupnu imovinu, c.) neto kamatna margina i d.) racio nekamatnih poslovnih troškova i zbira neto kamatnih i nekamatnih prihoda. Budućnost bankarske delatnosti zavisi od glavnog generatora prihoda za banke, a kamatni prihodi pokazuju znake posustajanja u odnosu na nekamatne. Proces dezintermedijacije je jedan od uzroka ovakvih tendencija. Njegov intenzitet se proverava na uzorku pet najvećih zemalja EU i pet jugoistočno-evropskih zemalja članica. U tu svrhu prati se evolucija strukture finansijske imovine domaćinstava i finansijskih obaveza nefinansijskih preduzeća u vremenu. Finalni deo druge glave je usredsređen na talas konsolidacije u bankarskom sektoru. Merdžeri i akvizicije su fokalni instrument za njeno sprovođenje. Međutim, prekogranični merdžeri i akvizicije imaju značenje ne samo sa aspekta preko potrebne konsolidacije, već i finansijske integracije. Dok se konsolidacijom u domaćim okvirima vrši tržišno restrukturiranje domaćeg bankarskog sektora, prekogranična konsolidacija je kanal za tržišno restrukturiranje šireg geografskog područja, odnosno regionalnog pa čak i globalnog restrukturiranja sektora. Imajući to u vidu u radu se prvo razmatraju opšti razlozi i motivi povezivanja i spajanja bankarskih institucija, a zatim i posebni koji se odnose na poslovne integracije prekograničnog karaktera. Nakon pregleda literature koja ima za cilj proveru zasnovanosti glavnih motiva za pripajanja i spajanja banaka na činjeničnoj realnosti, kao i determinanti postakvizicionih performansi, prelazi se na evaluaciju realizovanih evropskih prekograničnih merdžera i akvizicija u poslednjoj deceniji. Uporedo sa tim vrši se komparacija modela penetracije inostranih tržišta, gde se sa jedne strane ulazak na inostrano tržište realizuje preko supsidijara ili preko filijale, sa druge strane. Komparacija modela se vrši praćenjem apsolutnog broja ovih poslovnih entiteta, kao i njihovim postignutim tržišnim učešćem u pojedinačnim zemljama. Na kraju, sumira se delotvornost ovih modela u poslovnoj praksi uz isticanje njihovih prednosti i nedostataka.

U trećoj glavi rada prezentovan je sistem indikatora za merenje finansijske integracije. Pojava i usavršavanje pokazatelja finansijske integracije nije držalo korak sa merama i akcijama koje su na nivou EU preduzimane kako bi se postiglo jedinstveno tržište

finansijskih usluga u Evropi. Prva celovita studija o pokazateljima finansijske integracije je izrađena 2002. god, a zajedno sa drugom studijom izrađenom 2004. god. sačinjava metodološki okvir za konstrukciju savremenih pokazatelja finansijske integracije. Početni deo ove glave zauzima prezentacija osnovne tipologije indikatora. Izdvajaju se tri vrste indikatora: a.) indikatori zasnovani na cenama, b.) indikatori zasnovani na vestima i c.) indikatori zasnovani na kvantitetima. Dopunska klasifikacija indikatora naglašava kriterijum sofisticiranosti njihovog obračuna, pa se prema njoj raspoznaju direktno i modelom obračunati indikatori. Teorijsko uporište pri koncipiranju indikatora je Zakon jedinstvene cene. Zbog toga je ideja vodilja pri razvijanju indikatora njihova podobnost za testiranje važenja ovog zakona u stvarnosti. Međutim, konkretan način na koji će se to sprovesti varira u zavisnosti od segmenta finansijskog tržišta na kome se ispituje dostignuti nivo integracije. Naime, nijedan pokazatelj se ne može koristiti sa jednakim uspehom na svim segmentima finansijskog tržišta, u nekim slučajevima to uopšte neće biti moguće, a nekada njegova primena implicira blagu modifikaciju. Srž Zakona jedinstvene cene je da finansijske aktive koje nose isti rizik moraju imati i isti očekivani prinos, nezavisno od domicilnosti njihovih emitenata i holdera. Osmišljen način za testiranje ove tvrdnje podrazumeva praćenje i upoređivanje prinosa na različite aktive, pri čemu inicijalni korak čini odabir uporedivih finansijskih aktiva. Izuzetak u ovom smislu čine indikatori zasnovani na kvantitetima koji ukazuju na određene aspekte finansijske realnosti i dešavanja koji su važni za ocenu nivoa integracije, a koji se ne mogu obuhvatiti i izraziti drugim dvema vrstama iz čega proizlazi u oceni stadijuma integracije se ne može prenebreći. Pojedinačni indikatori se u radu izlažu na način da se može pratiti njihov osnovni smisao i informativna vrednost, procedura i način obračuna, uz isticanje njihovih prednosti i ograničenja. To znači da je prezentacija svakog indikatora praćena kritičkim osvrtom na njegovu konstrukciju, obračun i interpretaciju. Nakon sistematskog prikaza odabranih indikatora iz svake od tri generičke vrste, prelazi se na konkretizaciju njihove primene i obračuna na primeru zemalja evrozone.

Podelom integralnog finansijskog tržišta na pet sastavnih segmenata uobličen je plan evaluacije finansijske integracije u evrozoni. Na ovaj način izvode se separadni zaključci o stadijumu integracije, što olakšava detektovanje delova tržišta na kojima se integracija

sporo odvija, da bi se njihovom sintezom izveo sveobuhvatan zaključak o stanju integracije. Integracija segmenta tržišta novca se prva ispituje. To se čini preko sagledavanja disperzije kamatnih stopa, odnosno obračuna njihove standardne devijacije, odvojeno za tržište nekolateralizovanih i kolateralizovanih kredita. Pri tome se posmatraju tri različite ročnosti kod nekolateralizovanih kredita i dve ročnosti kod kolateralizovanih. Kretanje standardne devijacije stopa kod obe vrste kredita je praćeno komentarima uzroka za njihove osetnije promene. U tom smislu posebno se izdvaja turbulentni period 2008-2012. god. u čijoj analizi istaknuto mesto zauzima analiza viška likvidnosti u bankarskom sistemu, dok se kod kolateralizovanih kredita ističu još konsideracije vezane za vrstu kolaterala i ulogu centralne ugovorne strane. Među kvantitativnim pokazateljima tržišta novca apostrofira se struktura ukupno obavljenih transakcija prema kriterijumu rezidentnosti druge ugovorne strane, a da bi se bolje razjasnila dešavanja tokom kriznog perioda uvodi se pomoćni pokazatelj - ukupna zaduženost banaka - koji se posebno utvrđuje za banke iz zemalja koje su zahvaćene krizom i koje nisu zahvaćene krizom. Drugi analizirani segment je tržište državnih obveznica. Nakon rezimea karakteristika ovog tržišta, prelazi se na obračun standardne devijacije spreda u prinosima obveznica tri referentne ročnosti, koji je kod desetogodišnjih obveznica praćen još intervalom varijacije i interkvartilnom razlikom. Analiza integracije tržišta državnih obveznica se zaključuje indikatorima proisteklim iz regresione analize u kojoj se promena u prinosima državnih obveznica regresira na promenu u prinosima referentne obveznice. Iz te regresije preuzimaju se vrednosti odsečaka i koeficijenta nagiba (beta koeficijent), od kojih veći ponder značaja ima potonji koeficijent. Tržište korporativnih obveznica kao treći segment se obrađuje na način analogan tržištu državnih obveznica, polazeći od njegovih karakteristika. Za razliku od tržišta državnih obveznica kod korporativnih obveznica se ne mogu direktno komparirati prinosi, već se pristupa njihovom razlaganju (preciznije spreda u prinosima) na sastavne komponente. Koristi se dupla regresija pri kojoj se u prvoj iteraciji spred u prinosima regresira na faktore rizika, da bi se u drugoj iteraciji slučajna greška iz te regresije koristila kao zavisna varijabla koja se regresira na veštačke promenljive za zemlje. Glavnu informativnu vrednost poseduju koeficijenti uz veštačke promenljive za zemlje. Pored kretanja njihove vrednosti po pojedinačnim zemljama obračunava se i

njihova disperzija. Drugi korišćeni indikator zasnovan na cenama je disperzija premija kod petogodišnjih CDS-ova. Njegov smisao je takođe da se ustanovi veličina efekta zemlje u objašnjenju kretanja prinosa na obveznice. Da bi se eliminisali drugi bitni faktori rizika analiza se sprovodi samo na dva sektora - bankarskom i telekomunikacionom, uz pažljiv odabir kompanija čije premije na CDS-ove će se koristiti u obračunu kako bi se postigla maksimalna homogenost uzorka. U načelu, ishod ovog postupka je da se promena premije prvenstveno može pripisati geografskom poreklu banke ili telekomunikacione kompanije. Naposljetku, u okviru kvantitativnih pokazatelja integracije istražuju se prekogranične investicije u dužničke hartije od vrednosti MFI sektora i struktura portfolija investicionih fondova. Integracija pretposlednjeg segmenta - tržišta akcija - je ocenjena preko pokazatelja zasnovanih na cenama, disperzije prinosa indeksa akcija i kvantitativnih pokazatelja. Primarni indikatori integracije su mera osetljivosti lokalne stope prinosa na šokove iz evrozone i sveta i njen ratio varijanse. Prvi indikator pokazuje snagu transmisije šoka iz evrozone na lokalno tržište akcija, a drugim se objašnjavaju varijacije njegove stope prinosa. Kvantitativni pokazatelji integracije ispituju geografsku strukturu portfolija vlasničkih hartija od vrednosti rezidenata evrozone. Obzirom na dominaciju bankarske intermedijacije u Evropi, integracija tržišta bankarskih usluga se čini najuticajnijom sa stanovišta svojih efekata na ukupan napredak procesa evropske finansijske integracije. Indikatori integracije se razvrstavaju u dve grupe - indikatori zasnovani na cenama i kvantitativni indikatori. U prvu grupu spadaju disperzija prosečnih nacionalnih kamatnih stopa i beta konvergencija, a u drugu različite varijante kompozicije prekogranične aktivnosti banaka. Pored njih, razmatra se i upotrebna vrednost praćenja promena u kreditnoj politici i kreditnim standardima banaka koja može biti pomoćno sredstvo za oblikovanje kompletnije slike o uslovima kreditiranja po zemljama, pa samim tim i merilo nivoa integracije tržišta. Neophodni podaci u ovom slučaju se dobijaju iz anketa koje popunjavaju banke. Istraživanje integracije tržišta bankarskih usluga je kompleksno iz više razloga, a koji uglavnom proističu iz multiproizvodne strukture delatnosti i širokog obuhvata analize, pa je izvođenje svodne ocene o stepenu integracije veoma delikatno. Pored analize pojedinačnih indikatora u ovom delu se daje i pregled prirodnih i veštačkih barijera koje usporavaju i ometaju integraciju u ovoj sferi.

U trećoj glavi rada je izložen instrumentarijum za ocenu stepena finansijske integracije, čija primena je prikazana na grupi zemalja evrozone, grupi zemalja čijoj finansijskoj integraciji je posvećena pozamašna zbirka naučnih radova. Međutim, Srbija i njoj bliske zemlje, sa izuzetkom Slovenije, ne pripadaju toj grupi, a manje ili više otvoreno joj streme. Kada se posmatra familija istočnoevropskih zemalja onda bi ispravan postupak ocene njene finansijske integracije ovu činjenicu morao uzeti u obzir. Četvrta glava rada se pridržava ove premise, jer benčmark vrednosti pri izvođenju indikatora integracije potiču iz evrozone. Analiza je separirana u dve tačke, prva tačka ispituje integraciju finansijskih tržišta u užem smislu, a druga tržišta bankarskih usluga. Kod tržišta novca može se tretirati jedino tržište nekolateralizovanih kredita, obzirom da se tržište kolateralizovanih kredita pojavljuje samo u tragovima u nekim zemljama. Indikator integracije je istovetan kao u slučaju analize evrozone - disperzija kamatnih stopa. Ova disperzija se, iz kontrolnih razloga, posebno računa u odnosu na aritmetičku sredinu svih referentnih stopa iz 15 analiziranih zemalja, i u odnosu na referentnu kamatnu stopu u evrozoni - EONIA i EURIBOR. Komparacija se sprovodi ne samo između mera disperzije kamatnih stopa na međubankarske kredite istočnoevropskih zemalja različitih ročnosti, već i sa dotičnom disperzijom u evrozoni. Nakon tržišta novca prelazi se na tržište državnih hartija od vrednosti. Obzirom da sve do 1990-ih ovo tržište u analiziranim zemljama nije postojalo, daje se pregled njegovog razvoja i aktuelne važnosti za finansiranje budžetskog deficita. Predmet analize integracije u ovom slučaju je segment desetogodišnjih državnih obveznica. Za njega se utvrđuje nekoliko indikatora: spread u prinosima, disperzija spreada u prinosima, odsečak i koeficijent nagiba regresije i racio varijanse regresije. Obzirom da se ocena regresione jednačine utvrđuje za svaku zemlju, moguće je dati specifičnu interpretaciju, pojedinačno po zemljama, dostignutog stepena integracije tržišta desetogodišnjih obveznica. Zahvaljujući tom pristupu zemlje se razvrstavaju u dve grupe. Jednu grupu čine zemlje sa niskom vrednošću racia varijanse, a drugu sa visokom vrednosti. Ovo se može tumačiti na način da inherentne karakteristike zemalja, koje se relativno sporo menjaju, predisponiraju neke zemlje na viši, a neke na niži nivo integracije. Takođe, pošto analiza ima vremensku dimenziju moguće je pratiti zaokrete u nivou integracije, koji mogu biti kako pozitivni tako i negativni.

Ipak, najdinamičnija po brzini promena i najuticajnija po proizvedenim efektima komponenta procesa finansijske integracije u Istočnoj Evropi je integracija tržišta bankarskih usluga. Bankarski subjekti istočnoevropskih zemalja su se početkom 1990-ih nalazili pred krupnim izazovom prilagođavanja na tržišne principe poslovanja u okruženju koje je karakterisala temeljna reforma bankarskog sektora. Delimično zbog makroekonomskih okolnosti, a delimično zbog neuspešne regulatorne reforme sektora koja je suviše liberalizovala osnivanje novih banaka pre nego što su podignuti kapaciteti centralnih banaka za sprovođenje efektivne prudencijalne kontrole, nastupile su veće bankarske krize. Ove krize su radikalnu reformu sektora učinile još potrebnijom i neodložnijom. U isto vreme, privlačnost istočnoevropskih tržišta nije ostavila ravnodušnim zapadnoevropske banke koje su u njima prepoznale snažne potencijale raste i profitne margine značajno više nego u njihovim matičnim zemljama. Tako su dotični sektori reformisani zahvaljujući dvema ključnim pokretačkim snagama - unutrašnjom institucionalnom reformom i poslovnom praksom koju su unele strane banke kroz osnivanje svojih supsidijara. Rezultat toga su stasali i preobraženi nacionalni sektori koji ubrzano podižu nivo svoje razvijenosti, pružajući zadovoljavajuće finansijske usluge kako privredi tako i građanima. Jedan aspekt njihovog daljeg razvoja pokriva uspešnost inkorporacije u bankarski sistem evrozone, a on se razmatra u poslednjoj tački rada.

Za razumevanje miljea u kojem se integracija nacionalnih tržišta bankarskih usluga danas odvija relevantno je ukazati na ključna strukturna obeležja - veličinu i učesnike na tržištu. Veličina je prikazana kroz udeo ukupnih plasmana privatnom sektoru u bruto domaćem proizvodu, a sve banke su kategorizovane u dve grupe- banke u domaćem i stranom vlasništvu. Detaljnija analiza banaka u stranom vlasništvu je sprovedena na način da se identifikuje zemlja porekla banaka i izloženost tih zemalja istočnoevropskim tržištima. Iz analize proizlazi da geografske, kulturne i istorijske veze i bliskosti sa istočnoevropskim zemljama predodređuju prekograničnu ekspanziju zapadnoevropskih banaka. Kandidati za indikatore integracije su disperzija kamatnih stopa i beta konvergencija. Obzirom na snagu informativnosti i interpretacije, autor se opredelio za obračun drugog, kompleksnijeg indikatora. Beta konvergencija meri brzinu konvergencije kamatnih stopa, a njen obračun podrazumeva sprovođenje panel regresione analize. Obzirom da ona

implicira da je vrednost beta koeficijenta jednaka za sve zemlje, ali da se odsecci (fiksni efekti) razlikuju, analiza je pogodna za izvođenje svodne ocene o nivou integracije, kao i individualnih ocena po zemljama na bazi fiksnih efekata. U sektoru stanovništva ocenjuje se konvergencija kamatnih stopa na potrošačke i stambene kredite, kao i oročene depozite sa rokom dospeća od godinu dana. U sektoru privrede ispituje se konvergencija stopa na kratkoročne kredite i prekoračenja po tekućem računu, revolving kredite i dug po kreditnim karticama. Za svaku konvergenciju definiše se nekoliko razvojnih faza beta koeficijenata. Takođe, vrši se analiza promena u brzini konvergencije između pretkriznog i postkriznog perioda, uzimajući 2008. god. kao godinu nastupanja krize. Pored toga, proverava se brzina zatvaranja jaza u kamatnim stopama, a vrši se i obračun dugoročne, sistematske razlike u kamatnim stopama. Ova tačka se zaključuje vremenskom evolucijom prosečne vrednosti fiksnih efekata.

Ideja vodilja rada je da situira, razjasni i izloži fenomen finansijske integracije unutar granica naučne oblasti finansija i bankarstva. Konkretni ciljevi rada su modelirani i izraženi posredstvom naučnih hipoteza, o čijim implikacijama se raspravlja i čija validnost je predmet analize u zaključnim razmatranjima rada. Osoben doprinos rada se sastoji u izvedenoj oceni stadijuma finansijske integracije grupe istočnoevropskih zemalja.

1. Ekonomska i finansijska integracija

1.1. Pojemno određenje ekonomske integracije

Ekonomske tokove u Evropi u poslednjih pola veka obeleženi su u prvoj instanci intenzivnim preplitanjima, zatim približavanjima i na kraju sjedinjavanjima koja su u potpunosti afirmisala ideju jedinstvenog tržišta koja podrazumeva slobodno kretanje robe i usluga, ljudi i kapitala. U vezi sa ovim dešavanjima pojavio se novi pojam „ekonomska integracija“, koji je brzo postao široko prihvaćen i upotrebljavan kao svodni pojam kojim su se nastojali obuhvatiti svi kompleksni i progresivni ekonomski procesi na tlu Evrope u poslednjih pola veka. Možda bi danas izazvala podozrenje činjenica da se pojam ekonomska integracija uopšte nije koristio pre sredine XX veka¹, odnosno pre kraja Drugog svetskog rata, obzirom na njegovu prozaičnost i „podrazumevanost“ u današnje vreme. Po pravilu, pojam ekonomska integracija se najviše koristi u kontekstu međunarodnih ekonomskih odnosa. Proces postepenog uklanjanja ekonomskih granica između nezavisnih zemalja i posledično sjedinjavanje privreda ovih zemalja je ideja koja se nalazi u osnovi pojma ekonomske integracije. Ekonomisti koji su izučavali međunarodnu trgovinu su definisali ekonomsku integraciju kao poredak stvari ili proces koji uključuje udruživanje odvojenih nacionalnih ekonomija u velike regione u kojima funkcioniše slobodna trgovina². Pojam ekonomska globalizacija se često upotrebljava paralelno sa pojmom ekonomske integracije, ali je u odnosu na njega opštiji, jer se pod njim podrazumeva povećanje ekonomske međuzavisnosti među državama sveta, što samo po sebi može da se ostvari kroz ekonomsku integraciju, ali i ne mora. Pored toga, nije nesvojstvena ni upotreba pojma u poslovnom kontekstu u kojem se on vezuje za spajanje ranije odvojenih poslovnih subjekata u jedan poslovni subjekat. U ovom radu biće pokrivena oba tumačenja pojma ekonomske integracije, sa ipak većim naglaskom na prvom tumačenju i njegovoj specifičnoj primeni u oblasti finansijskih tržišta.

¹ Machlup (1977) ističe da je pojam prvi put upotrebljen 1942. godine.

² El-Agraa (2007).

Istrajno isticanje važnosti ekonomske integracije u Evropi se ne zasniva na pukom plediranju za ekonomsku integraciju *per se*, već se obrazlaže njenim doprinošenjem ostvarenju skupa opštih društvenih ciljeva ekonomske i političke prirode. Podizanje nivoa ekonomskog blagostanja je centralni cilj ekonomske prirode. On podrazumeva postizanje prosperiteta u zemljama uključenim u integracione procese koji proističe iz prevazilaženja ekonomskih neefikasnosti karakterističnih za njihove ranije izolovane privrede. U tom smislu veoma vrednom se smatra uloga specijalizacije u proizvodnji, kao i tesna saradnja zemalja koja rezultira skladno koordiniranim ekonomskim politikama.

Postoje različiti stadijumi ekonomske integracije, odnosno konkretne forme kroz koje se realizuje osnovna zamisao i suština samog pojma. Početni stadijum ekonomske integracije je formiranje zone slobodne trgovine. U ovom stadijumu zemlje članice ukidaju sve prepreke za međusobnu trgovinu, izražene kroz carine i kvote, ali zadržavaju nezavisnu sopstvenu politiku kada se radi o regulisanju trgovine prema zemljama nečlanicama. Neki primeri ovih zona su zakoračili izvan opsega trgovine i isti tretman proširili i na oblast investicija, kao što je slučaj sa Severnoameričkom zonom slobodne trgovine (NAFTA). Naredni stadijum ekonomske integracije je stvaranje carinske unije. Dodatno obeležje ove forme integracije je uvođenje zajedničke trgovinske politike prema zemljama nečlanicama, što pretpostavlja usvajanje jedinstvenih carina za uvoz iz zemalja nečlanica. Još napredniji stadijum integracije je zajedničko tržište. U odnosu na carinsku uniju, ovaj stadijum se izdvaja uvođenjem slobodnog kretanja faktora proizvodnje među zemljama članicama. Ako se zajedničko tržište upotpuni jedinstvenom monetarnom i fiskalnom politikom onda se dolazi do ekonomske unije. U ovom stadijumu zemlje članice *de facto* postaju regioni novog kvazi-državnog subjekta čiji su sastavni delovi, a koji centralizovano odlučuje i sprovodi mere iz domena monetarne i fiskalne politike. Poslednji stadijum integracije je ujedno i najsporniji, jer se postavlja pitanje njegove neophodnosti i sprovodivosti. On podrazumeva nadogradnju ekonomske unije političkom unijom, koja uključuje jedno zakonodavno telo, odnosno parlament, i sve prateće institucije koje čine obeležja suverene države. Ujedinjenje Zapadne i Istočne Nemačke je primer kako dolazi do realizacije ovog stadijuma ekonomskih integracija. Iz ovog primera se može zapaziti da izloženi stadijumi ekonomske integracije ne moraju nužno da

slede jedan iz drugog, odnosno da nije ispravna zakonomernost po kojoj se iz nižeg stadijuma uvek prelazi na naredni viši stadijum. Tabela 1. sumira osnovna obeležja svih stadijuma ekonomske integracije.

Tabela 1: Stadijumi ekonomske integracije

	Slobodna intra-trgovina	Zajednička spoljnotrgovinska politika	Mobilnost faktora proizvodnje	Zajednička monetarna i fiskalna politika	Zajednička izvršna vlast (jedna vlada)
Zona slobodne trgovine	Da	Ne	Ne	Ne	Ne
Carinska unija	Da	Da	Ne	Ne	Ne
Zajedničko tržište	Da	Da	Da	Ne	Ne
Ekonomska unija	Da	Da	Da	Da	Ne
Politička unija	Da	Da	Da	Da	Da

Izvor: El-Agraa (2007)

Pored izložene moguće su i druge raščlanjenije klasifikacije stadijuma ekonomske integracije, kao i njihova specifična tumačenja. Molle (2006) pravi razliku između integracije tržišta i integracije politika. Integracija tržišta se odnosi na tržišta dobara i usluga i tržište faktora proizvodnje, dok se integracija politika odnosi na uspostavljanje zajedničkih politika na nivou zajednice u kojoj se integracija odvija. Obično proces integracija započinje sa integracijom tržišta jer je nju najjednostavnije sprovesti obzirom da ne zahteva uspostavljanje novih institucija ili bilo kakvu kontinuelnu koordinaciju politika, a pri tome ova integracija je sasvim jasna i precizno definisana. Prema stadijumima izloženim u Tabeli 1, prva tri bi pripadala integraciji tržišta, a preostala dva integraciji politika. Međutim, jasno je i da prva tri stadijuma na izvestan način zahtevaju neke zajedničke politike, kao što recimo carinska unija zahteva zajedničku spoljnotrgovinsku politiku. Takođe, u zavisnosti od oblasti ekonomske politike u kojoj dolazi do unifikacije moguće je definisati podstadijume ekonomske unije, kao pojavnog oblika integracije politika. U prvom podstadijumu bi se nalazile politike najneposrednije vezane za ostvarivanje zajedničkog tržišta, kao što su pojedinačne industrijske politike (energetska, saobraćajna, poljoprivredna i druge), politika konkurencije i politika tržišne

regulative. U narednom podstadijumu bi bila uključena monetarna politika, pa bi se zatim polje zajedničkih politika proširivalo na politiku preraspodele, socijalnu i druge politike. Prelaz iz ekonomske u političku uniju može biti suptilan. Po pravilu očekuje se da bi se ostvarivao širenjem obuhvata zajedničkih politika, tako što bi se iz sfere ekonomskih politika prelazilo postepeno na druge sfere, kao što su spoljna politika i bezbednosna politika. Ovako širok opseg nadležnosti jačao bi poziciju supranacionalnog izvršnog tela koje bi moralo raspolagati velikim budžetom da bi ostvarivalo svoje funkcije, a neumitno bi vodilo konfederalnoj ili federalnoj strukturi dotične zajednice. Posebna predostrožnost mora da se pripíše činjenici da su izloženi stadijumi prvenstveno konceptualnog karaktera, te da ne korespondiraju u potpunosti fazama integracije koje su u realnosti dosegle neke zajednice. U Jovanović (2006) može se pronaći klasifikacija sa sedam stadijuma ekonomske integracije među državama.

1.2. Pojmovno određenje finansijske integracije

U slučaju Evropske Unije sprovođenje liberalizacije kretanja kapitala se može smatrati fundamentalnim ishodištem ostvarenja ideje ekonomske integracije u oblasti finansijskog sistema i tržišta, a monetarna integracija ključnom prekretnicom koja bi trebalo da vodi definitivnoj integraciji finansijskih tržišta. Uvođenje evra je tako eliminisalo prisustvo deviznog rizika u celosti, što je ipak samo potreban ali ne i dovoljan uslov za faktičko ostvarenje finansijske integracije. Zahvaljujući ovom postignuću izbegnute su paradoksalne situacije koje su bile uobičajene za raniji period. Dešavalo se da po svakom kriterijumu međusobno ekvivalentne finansijske aktive, koje su se razlikovale isključivo po valuti u kojoj su emitovane, imaju različite tržišne cene. Analogno tome, moglo bi se ispravno zaključiti da su i njihove kamatne stope/prinosi nejednaki, a objašnjenje njihove nejednakosti leži u premiji rizika koju zahtevaju investitori prilikom kupovine finansijske aktive denominirane u stranoj valuti, a koja ulazi u strukturu zahtevane kamatne stope. Devizni rizik je stoga u ovakvim situacijama egzistirao kao vodeći faktor koji je inače identične finansijske aktive u praksi činio nesavršenim supstitutima.

U idealizovanoj situaciji dosegnute finansijske integracije očekuje se da svi ekonomski subjekti uživaju neometanu i neograničenu slobodu u pristupu finansijskim uslugama, a da finansijske institucije istu slobodu ostvaruju u pružanju finansijskih usluga. Osnovnu smetnju finansijskoj integraciji predstavlja postojanje različitog tretmana za ekonomske subjekte, proisteklog na bazi njihove geografske lokacije, odnosno njihove rezidentnosti. Najveći broj pokušaja definicije finansijske integracije u prvi plan ističe upravo pomenute elemente, odnosno jedinstvene propise, ravnopravan pristup tržištu i tretman tržišnih učesnika³.

ECB (2006) smatra da se tržište za određeni skup srodnih finansijskih instrumenata ili usluga može definisati kao integrisano ukoliko svi potencijalni tržišni učesnici na tom tržištu: a.) moraju da se povinuju jedinstvenom skupu pravila i propisa kada odluče da vrše transakcije sa finansijskim instrumentima ili koriste finansijske usluge, b.) imaju jednak pristup definisanom skupu finansijskih instrumenata ili usluga i c.) nisu diskriminirani kada aktivno posluju na tom tržištu. Sama definicija implicira široko shvatanje pojma tržišta. Ona uključuje, sa jedne strane, sve transakcije koje se tiču finansijskih instrumenata i usluga koje se obavljaju na organizovanom i regulisanom tržištu - kao što je tržište akcija, kao i one koje se sprovode van njega na način da jedna finansijska institucija pruža usluge ili nudi kao subjekat na strani ponude određeni finansijski instrument neposredno (*over-the-counter*) potencijalnim tržišnim učesnicima - tržište bankarskih usluga. Tržište ne može biti integrisano u celosti bez integracije njegove prateće infrastrukture⁴ - sistema platnog prometa i kliringa i obračuna platnog prometa. Prvi navedeni uslov za integraciju tržišta se tiče skupa važećih pravila i propisa. Pod njima se se podrazumevaju: a.) zakoni i podzakonski akti, b.) pravila koja postavljaju regulatori i postupak njihovog sprovođenja, c.) tržišne konvencije i običaji, d.) samoregulatorni standardi i e.) sistem standardizacije i funkcionisanja tržišne infrastrukture. Zadovoljenje samo ovog prvog uslova nije dovoljno za proglašavanje jednog tržišta integrisanim, jer se uprkos njegovom ispunjenju može desiti da ne mogu

³ Baele et al. (2004), Schmiedel i Schonenberger (2005) i ECB (2005).

⁴ ECB je privržena pojmovnom određenju finansijskog sistema po kojem je on celina sastavljena od tri elementa: a.) finansijskih tržišta, b.) finansijskih institucija i c.) tržišne infrastrukture. Sledstveno, integracija finansijskog sistema zahteva jedinstvo sva tri elementa.

svi učesnici uživati pristup tom tržištu, odnosno da postoje neki rigidni mehanizmi za odbacivanje nepoželjnih tržišnih učesnika - selektivna diskriminacija. Konačno, ni ispunjenje ovog uslova nije garancija za integraciju tržišta, jer puna finansijska integracija predviđa da jednom kada su zadobili pristup tržištu niko od potencijalnih tržišnih učesnika nema inferioran status u odnosu na druge, što uglavnom znači da ne bi smele postojati razlike u tumačenju i primeni jedinstvenih pravila i propisa ili bilo koji drugi oblici nametanja dvojnih standarda u poslovanju.

Uopšteno, pojam integracije u ekonomskom smislu se odnosi na stvaranje jednog zaokruženog i celovitog tržišta za neki proizvod formiranog iz ranije segregiranih tržišta. Integracija tržišta je postignuta kada je tržišna cena⁵ dotičnog proizvoda jednaka na svim lokacijama na kojima se njime trguje, a koje se nalaze unutar granica analiziranog tržišta. Ukoliko je ovaj uslov zadovoljen, onda na analiziranom tržištu važi zakon jedinstvene cene (*the law of one price*⁶). U praksi finansijskih tržišta, to bi značilo da ako jedna kompanija emituje obveznice na dve berze koje se nalaze u različitim zemljama ili regionima, i ako obveznice podrazumevaju iste obećane novčane tokove njihovim kupcima, onda bi kamatna stopa koju kompanija plaća kupcima tih obveznica trebala da bude identična. Isti rezon važi i za emisiju akcija dotičnog preduzeća, kupci ovih akcija bi trebalo da plaćaju istu cenu za njih bez obzira na svoju rezidentnost, odnosno nezavisno od zemlje u kojoj se akcije emituju. Između ostalog, ovaj zakon se rasprostire i na tržište kredita. Preduzeću ili građaninu koji želi da uzme kredit od banke bi trebalo da budu ponuđeni identični kreditni uslovi nezavisno od lokacije banke, pri čemu se implicira da banke imaju sedišta u različitim zemljama. Ukoliko je ovaj (zakon važi na tržištima svih proizvoda i usluga) uslov zadovoljen na tržištima svih proizvoda i usluga, onda se može govoriti o kompletiranom jedinstvenom tržištu. Iz ugla finansijske integracije, sistem tržišta koja nas interesuju obuhvata sve dimenzije finansijskog posredovanja. On uključuje oblik finansijskog posredovanja koji se realizuje preko banaka, osiguravajućih kompanija i drugih institucionalizovanih finansijskih posrednika, ali i oblik direktnog finansijskog posredovanja karakterističan za tržišta hartija od vrednosti. Pri definiciji

⁵ Prilagođena za transportne troškove.

⁶ Ovu sintagmu je prvi formulisao Vilijem Stenli Dževons (*William Stanley Jevons*).

finansijske integracije, zakona jedinstvene cene i koncepta arbitraže povezanog sa njim, kojim se otklanja moguća diskrepanca među cenama finansijske aktive koja je stoga samo privremeni fenomen, su se pridržavali Adam et al (2002).

Decressin, Faruquee i Fonteyne (2007) smatraju da oba pristupa pri definisanju finansijske integracije nisu do kraja zadovoljavajuća. Zakon jedinstvene cene nudi pouzdanu metriku za finansijsku integraciju, ali se njime prenebregavaju osnovna obeležja, mehanizmi i sastavni delovi procesa od čijeg razumevanja presudno zavisi aktivno rukovođenje samim procesom. Sa druge strane, isticanjem formalnih elemenata procesa integracije prevazilazi se ovaj nedostatak, ali se pomalja problem sa preciznom metrikom koja bi indicirala u kom pravcu i kojim tempom se odvija finansijska integracija. Po njima, finansijska integracija je višedimenzionalan proces, u kojem sistem finansijskih tržišta postaje bliže povezan sa protekom vremena u smislu: a.) organizacije tržišta i njegove infrastrukture; b.) propisa i običaja i c.) kretanja i definisanja cena, obavljanja transakcija i tržišnih ponašanja i radnji. Na bazi ove definicije može se formirati kontinuum različitih stadijuma finansijske integracije, koji bi na jednom kraju bio omeđen finansijskom autarhijom, a na drugom jedinstvenim tržištem. Finansijska autarhija odgovara stanju apsolutne segmentacije između finansijskih sistema, u kojoj su finansijski sistemi čvrsto ograđeni jedan od drugog, bez vidljivog prisustva uzajamnih veza i odnosa. Jedinstveno tržište karakteriše puna sprega uzajamnih veza i odnosa koji elimiše uticajnost faktora geografije, čineći ga *de facto* irelevantnim. U praksi, stadijum finansijske integracije za definisani skup finansijskih sistema se obično nalazi negde između ova dva ekstrema podrazumevajući izvestan stepen uzajamnih veza i odnosa.

Hartmann, Maddaloni i Manganelli (2003) smatraju da se pojam finansijske integracije odnosi na lakoću i ugodnost sa kojom se finansijskim instrumentima može raspolagati i trgovati u prvom redu između regiona, zatim preko državnih granica, pa sve do globalne razine. Određeno ekonomsko područje bi bilo finansijski integrisano kada ne bi postojale granice unutar tog područja koje diskriminišu njegove ekonomske subjekte u smislu privlačenja njima potrebnih i plasiranja raspoloživih sredstava. Iz toga proizlazi da: a.) finansijski instrumenti sa istovetnim novčanim tokovima iziskivaju i istu cenu unutar

dotičnog područja i b.) ne bi smele da postoje sistematske razlike u rasporedu portfolija i strukturi izvora finansiranja za sve ekonomske subjekte koji funkcionišu unutar dotičnog područja, nakon uzimanja u obzir njihovih specifičnih pojedinačnih karakteristika.

Integracija značajno omasovljuje ponudu i tražnju za određenim proizvodom. Potrošači sada mogu da biraju najpovoljnijeg među mnogobrojnim proizvođačima, dok proizvođači dobijaju priliku da dosegnu do novih potrošača, prošire tržište za svoj proizvod i iskoriste prednosti ekonomije obima. Može se očekivati da iz ovih tendencija kao najveći dobitnici izađu potrošači. Proces konkurencije tome najviše doprinosi, pri čemu se posebno mora apostrofirati način određivanja cena od strane proizvođača u kojem rastući značaj dobijaju konsideracije vezane za kretanje cena kod konkurenata. Rast nivoa konkurencije na tržištu podrazumeva pad profitnih stopa proizvođača, što nužno implicira i pad cena proizvoda. U teorijskom smislu savršena konkurencija odgovara stanju tržišta na kojem su marginalni troškovi jednaki ceni proizvoda. Srazmerno je teško primeniti ovu paradigmu na celi spektum finansijskih usluga, pri čemu se u pogledu smetnji za njenu primenu posebno izdvajaju bankarski proizvodi zbog svoje heterogenosti.

Opažena brzina napretka u ekonomskim integracijama i njeno široko odobravanje može se obrazložiti ekonomskim koristima koje iz nje proističu, a koje ubedljivo potkrepljuju snagu i uticajnost samog procesa. Niži stadijumi procesa ekonomske integracije sobom nose sledeće osnovne koristi, pri čemu su im izvori ovih koristi pretežno ograničeni:

- povećana efikasnost u proizvodnji koja je rezultat sprovedene specijalizacije među zemljama koja počiva na teoriji komparativnih prednosti;
- povećan nivo proizvodnje na osnovu bolje iskorišćenosti ekonomija obima koju omogućava veće tržište, što pozitivno utiče na konkurentnost na globalnom nivou;
- bolja pozicija i pregovaračka snaga u međunarodnim ekonomskim odnosima, kao i odnosi razmene, proistekla iz veličine tržišta i zajedničkog nastupa prema drugim zemljama;
- poboljšanja u efikasnosti koja potiču od rasta intenziteta konkurencije među preduzećima;

- promene u kvantitetu i kvalitetu faktora proizvodnje koje su rezultat tehnološkog napretka koji je, između ostalog, posledica promena u efikasnosti koje je prouzrokovala povišena konkurencija.

U višim stadijumima procesa ekonomske integracije mogu se očekivati novi dodatni izvori gore pomenutih ekonomskih koristi:

- mobilnost faktora proizvodnje;
- koordinacija monetarnih i fiskalnih politika;
- objedinjavanje napora da se poveća nivo zaposlenosti, smanji stopa inflacije, uravnoteži platni bilans, ubrza privredni rast i postigne ravnomernija distribucija dohodaka; može rezultirati u lakšem i uspešnijem postizanju ovih ciljeva.

Sve navedene ekonomske koristi poseduju obeležje neizvesnosti. Pod uslovom da su okolnosti povoljne i ove koristi se mogu realizovati, zbog čega nema garancije u pogledu njihovog definitivnog ishoda. Okolnosti se tiču prirode i sadržaja integracija koje su ostvarene u realnosti, ali se tiču i nekih specifičnosti kao što je konkurentsko okruženje. Odsustvo adekvatnih konkurentskih ponašanja među preduzećima može samo da deluje kao faktor koji će otežavati ostvarenje očekivanih koristi, pa možda i proizvesti efekte sasvim drugačijeg karaktera.

1.3. Funkcije finansijskog sistema u ambijentu finansijske integracije

Nepokolebljivo zalaganje za finansijsku integraciju ima svoje uporište u njenim širim društvenim efektima. U prvom redu, misli se na njen doprinos efikasnoj alokaciji resursa, kojima raspolaže privreda, kao najopštijem cilju finansijske integracije. Relevantnost finansijske integracije se uobičajeno izvodi iz njenog uticaja na performanse finansijskog sistema. Finansijski sistem obavlja veći broj funkcija. Merton (1995) ističe da je stabilnost funkcija finansijskog sistema dugovečnija od strukture koja sprovodi te funkcije, odnosno tipova institucija koje su reprezentanti finansijskog sistema i konkretnih finansijskih proizvoda koje oni nude. On navodi šest temeljnih funkcija koje vrši

finansijski sistem, ali naglašava da sve one proističu iz njegove primarne uloge alokacije resursa u vremenu i prostoru koja se odvija u okruženju koje karakteriše neizvesnost⁷. Levine (2005) smatra da je finansijski sistem sa svojim sastavnim elementima svojevrsan odgovor društva na tržišne frikcije, odnosno otkaze tržišnog mehanizma koji neće nestati sami po sebi. Troškovi prikupljanja informacija, zaključivanja transakcija i sprovođenje ugovora spadaju u najprominentnije primere tržišnih frikcija. On izdvaja pet funkcija finansijskog sistema kojima se podstiču performanse ekonomije i razrešavaju problemi sa tržišnim frikcijama:

- 1.) *Ex ante* generisanje informacija o investicionim mogućnostima i alokacija kapitala
- 2.) Monitoring investicionih ulaganja u toku njihove realizacije i sprovođenje korporativnog upravljanja nakon realizacije
- 3.) Omogućavanje upravljanja rizikom, njegove diversifikacije i prenošenja sa jednog subjekta na drugog
- 4.) Mobilizacija i centralizacija štednje
- 5.) Olakšavanje razmene dobara i usluga

Odluka o selektivnom finansiranju raspoloživih investicionih mogućnosti zavisi od kvaliteta i pouzdanosti informacija kojima raspolažu ulagači. Što su informacije nedostupnije, skuplje i nepouzdanije ulagači će biti nevoljniji da investiraju svoj novac. Određene ekonomske teorije i modeli i danas zanemaruju ovu činjenicu, usvajajući pretpostavku po kojoj se štednja automatski transferiše do najboljih preduzeća sa najkvalitetnijim projektima. Pojava finansijskih institucija je efikasno rešenje jer one prikupljaju sirove/neprocesuirane podatke, a proizvode visoko kvalitetne i pouzdane informacije o investicionim mogućnostima uz niske troškove. Tako se inače skupi proces prikupljanja podataka o preduzećima, ekonomskim okolnostima i konkretnim investicionim mogućnostima svodi na ekonomski efikasan proces čiji proizvod, a to je

⁷ Po Mertonu alokacija resursa u vremenu i prostoru kroz finansijski sistem se odvija putem finansijskih tokova. Kroz njih se realizuje ne samo transfer resursa već i rizika. Moguće je da se ovaj transfer odvija simultano, odnosno da se jednom finansijskom transakcijom paralelno prenose i resursi i rizik. Ako banka odobri kredit klijentu ona mu prenosi novac, ali prihvata i rizik njegovog bankrotstva, odnosno rizik neuspešnog poslovanja klijenta. Ova simultanost nije pravilo, pa se sreću i finansijski instrumenti kod kojih nema transfera novca, ali ima transfera rizika. Među njima se izdvajaju garancije, proizvodi osiguravajućih kompanija, opcije, svopovi i fjučersi.

procesuirana korisna informacija, bitno doprinosi optimalnoj alokaciji kapitala kroz selekciju onih investicionih alternativa sa najvišom vrednošću. Ovu funkciju generisanja informacija vrše ne samo finansijske institucije već i finansijska tržišta, kao što je tržište akcija. Što je tržište akcija veće i likvidnije, učesnici na njemu su motivisaniji da snose troškove proizvodnje informacija o potencijalnim ulaganjima u akcije, jer mogu lakše da ostvare profit na osnovu relevantnih informacija o njima do kojih su samostalno došli.

Druga funkcija finansijskog sistema ukazuje na pretnje i rizike koji se pojavljuju nakon što je ulaganje kapitala već izvršeno, a koji mogu naneti ozbiljnu štetu svim ulagačima kapitala. Monitoring korisnika kapitala, po pravilu preduzeća, i vršenje uticaja na način na koji ono koristi raspoloživi kapital pružaju sigurnost ulagačima u pogledu njegove doslednosti u poslovanju i odgovornosti prema njima. Preduzeća se ponašaju odgovorno prema svojim akcionarima i kreditorima kada njihovi menadžeri donose odluke u njihovom najboljem interesu što se ogleda u maksimizaciji vrednosti preduzeća, koja se neće postići bez delotvornog monitoringa ulagača kapitala. Ako je on sproveden, očekuje se postizanje efikasnosti u alokaciji raspoloživog kapitala preduzeća što privlači druge ulagače da povere svoj novac efikasnim preduzećima koja stvaraju vrednost za svoje ulagače i ostale stejkholdere. Nažalost, u stvarnosti sprovođenje delotvornog monitoringa nailazi na mnoštvo prepreka koje daju osnova za zloupotrebe koje se odvijaju na relaciji menadžeri-disperzovani akcionari i većinski akcionar-manjinski akcionari. Menadžeri često monopolišu informacije i manipulišu njima dovodeći u zabludu disperzovane akcionare kojima manjka stručnosti i motivacije za sprovođenje monitoringa i korporativnog upravljanja. Posledica ove zloupotrebe je izvlačenje lične koristi za menadžere, a na štetu malih disperzovanih akcionara. Jedno od rešenja za ovu zloupotrebu, a to je pozicioniranje jednog većinskog akcionara je i samo izvor drugog oblika zloupotrebe. Dok sa jedne strane većinski akcionar po definiciji poseduje stručni kapacitet i motivacioni podstrek za delotvorno korporativno upravljanje kojim se otklanja menadžerski oportunizam, sa druge strane moć koja je na taj način koncentrisana u njegovim rukama može biti zloupotrebljena na način da se sklapaju štetni poslovni ugovori kojima se eksproprišu resursi preduzeća, ili da se pružaju posebne povlastice i beneficije većinskom akcionaru koje su štetne za male akcionare i društvo u celini.

Finansijski sistem poseduje sposobnost da razreši ove probleme. Uvođenje novih tipova finansijskih ugovora kojima se regulišu odnosi između preduzeća i ulagača kapitala, jačaju poziciju ulagača kapitala i doprinose poboljšanju korporativnog upravljanja. Najpovoljniji efekti se postižu kada ovi ugovori podrazumevaju direktno učešće finansijskih institucija, gde i one same mogu ponuditi nove finansijske ugovore, koje sprovodeći monitoring nad preduzećem unapređuju korporativno upravljanje. Izvedena korist od ovog tipa monitoringa je otklanjanje kreditnih ograničenja za preduzeća što se pozitivno odražava na produktivnost, akumulaciju kapitala i privredni rast.

Po pažnji i interesovanju koje zaokuplja u poslednje dve decenije treća funkcija finansijskog sistema gotovo da istupa na proćelje po svom znaćaju. Finansijski sistem svojim korisnicima nudi mogućnost da sami odaberu rizike koje su voljni da snose, da se reše rizika koje smatraju nepoželjnim, da sve to ćine na aktivan i dinamićan naćin kontinuelno menjajući i prilagoćavajući masu rizika kojima su izloćeni. U tipologiji rizika tri rizika se izdvajaju: kreditni rizik, kamatni rizik i rizik likvidnosti. U generalnoj elaboraciji funkcije upravljanja rizicima, koja potiće iz tradicionalne teorije finansija, centralna pažnja se pripisuje postignuću diversifikacije rizika. Pod tim se podrazumeva ublaćavanje rizika povezanih sa pojedinaćnim projektima, preduzećima, privrednim sektorima, geografskim područjima ili zemljama koje se postiće posedovanjem mnoštva raznovrsnih finansijskih ugovora umesto jako malog broja kontroverznih finansijskih ugovora koji su privlaćni samo subjektima koji imaju visoku preferenciju prema riziku. Diversifikovan portfolio finansijskih ugovora pruća subjektima dojam stabilnosti i sigurnosti, koji je utoliko veći ukoliko su novćani tokovi po finansijskim ugovorima manje mećusobno korelisani. Što je lakše formirati i menjati ovaj portfolio subjekti su voljniji ulagati novac u investicije sa višim oćekivanim stopama prinosa. Ako se zna da su ovo projekti koji nose po dećiniciji veći rizik i podrazumevaju odricanje od novca na duće vremenske periode, ali zauzvrat donose koristi u vidu novih proizvodnih procesa i tehnoloćkih inovacija onda ova funkcija finansijskog sistema ubrzava i podstiće privredni razvoj i tehnoloćki progres. Poseban doprinos u pogledu redukcije nivoa rizika finansijski sistem postiće kod rizika likvidnosti. Likvidnost se tumaći kao brzina i lakoća sa kojom se finansijski ugovor/instrument moće prodati u nekom neodrećenom trenutku u

budućnosti po poznatoj ceni i uz minimalne troškove. Rizik likvidnosti je viši što je veća neizvesnost u pogledu razmene finansijskog instrumenta za novac kao definitivno sredstvo plaćanja. Preko potrebnu likvidnost za finansijske instrumente mogu da obezbede finansijske institucije i finansijska tržišta.

Čuveni ekonomista i Nobelov laureat John Hicks tvrdi da je fokalna inovacija u XVIII veku u Engleskoj bila likvidnost tržišta kapitala bez koje ne bi bilo ni industrijske revolucije. On ovo argumentuje činjenicom da su proizvodi koji su se masovno proizvodili u prvim decenijama industrijske revolucije bili izumljeni mnogo ranije, ali da njihova masovna proizvodnja ne bi bila moguća bez mobilizacije ogromnog kvantuma štednje putem tržišta kapitala koji je bio privučen prvenstveno njegovom izuzetnom likvidnošću. Tako je događanje industrijske revolucije zahtevalo finansijsku revoluciju. Tržište kapitala je pogodno ne samo za diversifikaciju rizika u prostoru između raznih preduzeća, sektora, regiona i zemalja; već i za njegovu intertemporalnu podelu koju mogućom čini upravo njegova likvidnost. Subjekti izloženi nepovoljnim događajima u nekom vremenskom trenutku koji prouzrokuju potrebe za likvidnošću, odnosno posedovanje novca, mogu svoje akcije blagovremeno prodati drugim tržišnim učesnicima koji takvim događajima nisu izloženi. Tako jedni subjekti pomažu drugima da amortizuju negativne šokove koji se konstantno dešavaju u vremenu. Sa druge strane, kompanija čije akcije su na ovaj način prodate uživa permanentno korišćenje kapitala koji je u nju investirao akcionar osnivač. Finansijske institucije na analogan način obezbeđuju likvidnost. Banke nude depozite visokog stepena likvidnosti, u slučaju depozita po viđenju savršene likvidnosti jer se koriste kao sredstva plaćanja, koji su vrlo privlačni finansijski suficitarnim subjektima. Novac prikupljen posredstvom emisije depozita banke jednim delom ulažu u finansijske instrumente koji su likvidni i nose skromne prinose, a drugim delom u finansijske instrumente koji su relativno nelikvidni i nose visoke prinose. Dok prvi deo ulaganja pokriva zahteve za povlačenjem depozita, drugim delom ulaganja se podstiču dugoročne investicije sa izraženim pozitivnim efektima na privredni rast. U sferi ove funkcije finansijskog sistema posebno do izražaja dolaze finansijske inovacije. Novim finansijskim instrumentima šire se mogućnosti i opcije

upravljanja svim tipovima rizika za ekonomske subjekte. Finansijski derivati i proces sekjuritizacije se ubrajaju među najuspelije forme finansijskih inovacija.

Mobilizacija štednje je kompleksan i skup proces privlačenja novca od disperzovanih finansijski suficitarnih subjekata kojim se formira kritična masa sredstava za finansiranje investicija. Dve glavne smetnje za mobilizaciju štednje su transakcioni troškovi povezani sa privlačenjem štednje koja je u posedu množine finansijski suficitarnih subjekata, po pravilu geografski raštrkanih, i problemi vezani za informacionu asimetriju zbog koje su ovi subjekti nevoljni i veoma predostrožni pri predavanju i prenošenju kontrole nad njihovom štednjom drugim subjektima. Mobilizacija štednje se može odvijati na relaciji proizvođač/inovator-investitor/vlasnik štednje. Ona se realizuje kroz bilateralne ugovore koje jedan proizvođač/inovator zaključuje sa svim zainteresovanim investitorima. Broj ovakvih ugovora može biti skroman, ali i prilično veliki, pri čemu se sa rastom broja potrebnih bilateralnih ugovora za realizaciju investicije smanjuju izgledi na uspeh njihovog privlačenja i alimentiranje neophodne sume za investiranje. Zato se atomizirana štednja uspešnije privlači kroz finansijske institucije koje zaključuju hiljade bilateralnih ugovora sa vlasnicima štednje u kojima se nalaze u ulozi zajmoprimaca, i stotine bilateralnih ugovora sa proizvođačima/inovatorima u kojima se nalaze u poziciji zajmodavaca. Kritična tačka njihovog uspeha je uverenje vlasnika štednje u sigurnost njima poverene štednje. Ukoliko je poverenje vlasnika štednje zadobijeno, onda se sprovodi i centralizacija štednje putem njenog lociranja u finansijskim institucijama. Na ovaj način ostvaruje se rast ukupne prikupljene štednje, otvaraju se mogućnosti za ekonomisanje sa troškovima na bazi korišćenja ekonomija obima na nivou finansijskih institucija i štednja se može produktivno iskoristiti. Posebna pogodnost finansijskih institucija jeste sposobnost da ponude finansijske instrumente malih denominacija, čime koristi od diversifikacije mogu uživati i subjekti sa skromnim iznosima štednje. Karakteristična nedeljivost investicija, odnosno činjenica da investicija ne može biti delimično završena i funkcionalna već da se funkcionalnost postiže tek njenim zaokruženim kompletiranjem, prestaje biti problem jednom kada finansijski sistem omogući efikasnu i efektivnu mobilizaciju i koncentraciju štednje. Zbog toga nijedna

vredna i kvalitetna investicija neće biti nerealizovana samo zbog nemogućnosti obezbeđenja sredstava za njeno finansiranje.

Na kraju, pojava novca je uslovila pojavu finansijskog sistema. Pojavu novca rodonačelnik ekonomske nauke Adam Smit (1776) je video kao prirodnu posledicu podele rada koja je po njemu bila ključni faktor bogatstva jedne zemlje. Podela rada dovodi do rasta produktivnosti jer ljudi sve svoje snage i umeće usmeravaju na jedan posao ili predmet, zbog čega postaju veštiji i efikasniji u obavljanju radnih operacija. Izvedena korist ove koncentracije snage i umeća jeste rast inovacija, obzirom da su mnogo veći izgledi za usavršavanje postojećih i nastanak novih proizvodnih procesa i proizvoda kada je pažnja fokusirana na jednu a ne rasplinuta između više stvari. U konačnom, prema razmatranju Adama Smita, dolazi se do većeg ekonomskog rasta i bogatstva zemlje. Da bi se podela rada sprovela u delo, nužno je da svaki pojedinac ima mogućnost da zameni ono što sam proizvodi efikasno za ono što mu je za egzistenciju potrebno i što proizvode drugi, a u tome centralnu ulogu obavlja novac. Novac je sredstvo koje razmenu čini jednostavnom, lakom i jeftinom. U savremenom smislu možemo govoriti o ulozi finansijskog sistema u sistemu plaćanju u jednoj zemlji ili na međunarodnom nivou. Finansijski sistem posreduje između prodavaca i kupaca olakšavajući robne transakcije kroz sigurnost u plaćanjima što štedi resurse i pospešuje ekonomsku aktivnost. Finansijske institucije su tako zaslužne za razvoj bezgotovinskih oblika plaćanja. Novi načini plaćanja, kao što su elektronska i internet plaćanja, čine još lagodnijom i pristupačnijom razmenu proizvoda. U širem smislu plaćanja proizlaze i iz transakcija sa hartijama od vrednosti, što uslovljava pojavu klirinških kuća koje obavljaju kliring i obračun ovih transakcija garantujući prodavcima plaćanje, a kupcima isporuku finansijskih instrumenata. U ovom smislu finansijski sistem olakšava trgovinu finansijskim instrumentima. Efikasno funkcionisanje privrede fundamentalno zavisi od sistema plaćanja, a ova funkcija finansijskog sistema se često neopravdano prenebregava.

Ako finansijska integracija može povećati efektivnost finansijskog sistema u vršenju navedenih funkcija, što se opravdano očekuje po osnovu njenih kanala uticaja na finansijski sistem, onda su i šire društvene koristi njen očekivan ishod, a među kojima

možemo generalno izdvojiti njene značajne pozitivne efekte na privredni rast i zaposlenost. Evropska Unija (skr. EU) je prepoznala važnost finansijske integracije i situirala je u kontekst strukturnih reformi koje su obnarodovane na sastanku Evropskog Saveta u martu 2000. godine u dokumentu koji je sadržao sveobuhvatan program reformi, a koji je poznat pod imenom Lisabonska strategija. U zaključcima sa ovog sastanka konstantovana je namera da se: "Evropska Unija preobrazi u najkonkurentniju i najdinamičniju privredu u svetu zasnovanu na znanju, sposobnu za održiv ekonomski rast sa brojnijim i boljim radnim mestima i većom socijalnom kohezijom". Lisabonska strategija počiva na dva stuba, ekonomskom i socijalnom koji definišu pravce reformi u dotičnim oblastima. Ekonomski stub obuhvata reforme nužne za podsticanje produktivnosti, inovativnosti i konkurentnosti u EU. Strategija je postala aktivna radna mapa strukturnih reformi EU u prvoj deceniji XXI veka, sačinjena od konsenzualnih ciljeva i dogovorenih i predviđenih akcija na evropskom i nacionalnom nivou koje vode njihovom ostvarivanju. Pod strukturnom reformom podrazumevaju se sve mere koje poboljšavaju fleksibilnost tržišta rada, podižu konkurenciju na tržištu roba i usluga i promovišu i podržavaju znanje i inovacije. Finansijska integracija se, prema svojim efektima, uklapa u ovu reformu zbog čega je njeno produbljivanje jedan od prioriteta strategije.

1.4. Ključne koristi i implikacije fenomena finansijske integracije

Baele et al. (2004) su eksplicitni u pogledu koristi od finansijske integracije:

- 1.) više mogućnosti za podelu rizika i njegovu diversifikaciju
- 2.) bolja alokacija ograničenih resursa na alternativne investicione mogućnosti
- 3.) pospešivanje ekonomskog rasta.

Putem finansijske integracije produkuju se dodatne mogućnosti za podelu rizika. Ako ekonomski subjekti mogu da biraju iz šireg skupa finansijskih instrumenata, domicilnih i inostranih, trebalo bi da poraste unakrsno vlasništvo nad finansijskim instrumentima što vodi široj diversifikaciji i podeli specifičnih rizika koji se rasprostiru na nivou zemalja ili

regiona. Teorijski modeli predviđaju da kada se u jednom geografskom prostoru sačinjenom od više regiona rizici u potpunosti dele, što znači da je prema kriterijumu podele rizika prostor u potpunosti integrisan, potrošnja ekonomskih subjekata u jednom regionu se kreće saobrazno potrošnji subjekata u drugim regionima, a da specifični šokovi u jednom regionu, bili pozitivni ili negativni, nemaju odraza na dohodak i potrošnju subjekata u tom regionu. Kao proizvod potpune podele rizika javlja se izravnavanje potrošnje u vremenu, odnosno gubitak fluktuacija koje bi bile posledica specifičnih regionalnih šokova. Referentni rad u ovoj oblasti napisao je Cochrane (1991). U njemu se ispituju mogućnosti osiguranja potrošnje za pojedince u uslovima različitih nepovoljnih događaja, kao što su gubitak posla, prirodne katastrofe, zdravstveni i drugi problemi. U slučaju potpunog osiguranja potrošnje njeno kretanje kod različitih pojedinaca neće biti zavisno od egzogenih događaja kojima su oni individualno podvrgnuti. Osiguranje potrošnje može da se ostvari putem tržišta, ili posredstvom formalnih i neformalnih institucija koje su prisutne u ekonomskom sistemu⁸. Dosadašnja empirijska istraživanja ne potkrepljuju tvrdnju da je potpuna podela rizika postignuta na

⁸ Idealno bi bilo da je tržište kompletno, što pretpostavlja da je na njemu moguće kupiti finansijske instrumente koji pokrivaju sva moguća stanja i situacije u kojima se mogu zateći ekonomski subjekti što im pruža sigurnost i zaštitu od štetnih događaja. Objektivno gledano, tržište koje zatičemo u stvarnosti ne odgovara definiciji kompletnog tržišta. Ipak, praznine koje realno tržište čine nekompletnim mogu se popuniti različitim oblicima institucionalizovanih aranžmana. Država je vrlo bitan činilac u konstrukciji formalnih aranžmana, kao što su brojni državni transferi subjektima pogođenim štetnim događajima (poplave, suše) ili državni fondovi zdravstvenog osiguranja i osiguranja u slučaju nezaposlenosti. Pored toga postoje i neformalni aranžmani kao što je pomoć koja dolazi od rodbine ili prijatelja, ili nešto organizovanije forme ovih aranžmana u kojima se pojavljuju humanitarne ustanove i organizacije. Alternativa osiguranju potrošnje je akumulacije imovine koju sprovode pojedinci, ali premda su njeni efekti na izravnavanje potrošnje identični sa onima koje podrazumeva osiguranje potrošnje ovde se ne radi o mehanizmu koji se ubraja u potonji koncept. U makroekonomskom kontekstu u kom se još može razmatrati podela rizika potencira se važnost integracije međuregionalnih i međunarodnih finansijskih tržišta putem kojih se postiže diversifikacija izvora dohotka. Npr. ako se usled prirodne nepogode bruto domaći proizvod u Slovačkoj značajno smanji, to neće nužno dovesti do proporcionalnog pada potrošnje građana Slovačke jer prihod po osnovu dividendi, kamata ili drugi prihodi od faktora proizvodnje koji potiču iz Nemačke ili Francuske, a koje prisvajaju građani Slovačke, nadomešćuju pad prihoda lokalnog porekla i stabilizuju potrošnju. Ovo objašnjenje važi samo pod uslovom nisko korelisanih nacionalnih nivoa bruto domaćeg proizvoda. Dodatni kanal za stabilizaciju potrošnje građana Slovačke je zaduživanje u dotičnim zemljama. Pored ovoga, diversifikacija na nivou poslovnog rizika, odnosno rizika koji je inkorporiran u samu prirodu poslovanja subjekta privređivanja, je važna jer omogućava regionu ili zemlji da se usredsredi na maksimalnu eksploataciju svojih komparativnih prednosti, koje se mogu ispoljiti kroz raspoloživost faktora proizvodnje, tehnološku ili neku drugu formu ove prednosti. Vezu između podele rizika i specijalizacije u proizvodnji su dokazali Kalemli-Ozcan, Sørensen i Yosha (2003).

nivou evrozone⁹, što upućuje na nužnost daljih koraka kako bi se ove povoljnosti realizovale.

Finansijska integracija, u kontekstu razmatranja njenih implikacija na rizik, rasprostire svoj uticaj i na polje portfolio diversifikacije. Investitori koji ulažu u portfolio finansijskih instrumenata su fundamentalno zainteresovani za njegov rizik i prinos, i ako je to moguće, poboljšanje ove kombinacije na način da isti prinos mogu ostvariti uz prihvatanje nižeg nivoa rizika, što je njihova primarna preferencija, ili da za isti rizik očekuju više prinose. Tržište akcija je najpogodnije koristiti u svrhu ilustracije ovih koristi. Markowitz (1952) i Tobin (1958) su postavili temelje pristupa izbora optimalnog portfolija na osnovu očekivane (srednje) vrednosti i varijanse (*mean-variance approach*)¹⁰. Ovaj pristup polazi od toga da su cene i prinosi aktiva dati, te da se primenom pristupa može doći do pregleda skupa dostižnih portfolija među kojima se mogu razabrati oni koji obezbeđuju najbolji odnos prihvaćenog rizika i očekivanog prinosa. Ova tradicionalna teorija izbora portfolija je pogodna kao okvir za ilustraciju koristi od integracije. Na slici 1. su prikazane kombinacije rizika, merenog standardnom devijacijom mesečne stope prinosa lokalnog (nacionalnog) indeksa akcija, i očekivanog prinosa, koji predstavlja prosečan mesečni prinos lokalnog indeksa akcija¹¹ za period 1990-2005.¹², za fokalne zemlje EU. Opređenjem za komparaciju prinosa lokalnih

⁹ Adjaouté i Danthine (2003).

¹⁰ Problem čije rešenje vodi definisanju optimalnih portfolija se može izraziti na sledeći način:

$$\min_{\omega} \omega' V \omega$$

sa ograničenjima:

$$\omega' R = \mu \quad (1)$$

$$\sum_1^n \omega_i = 1 \quad (2)$$

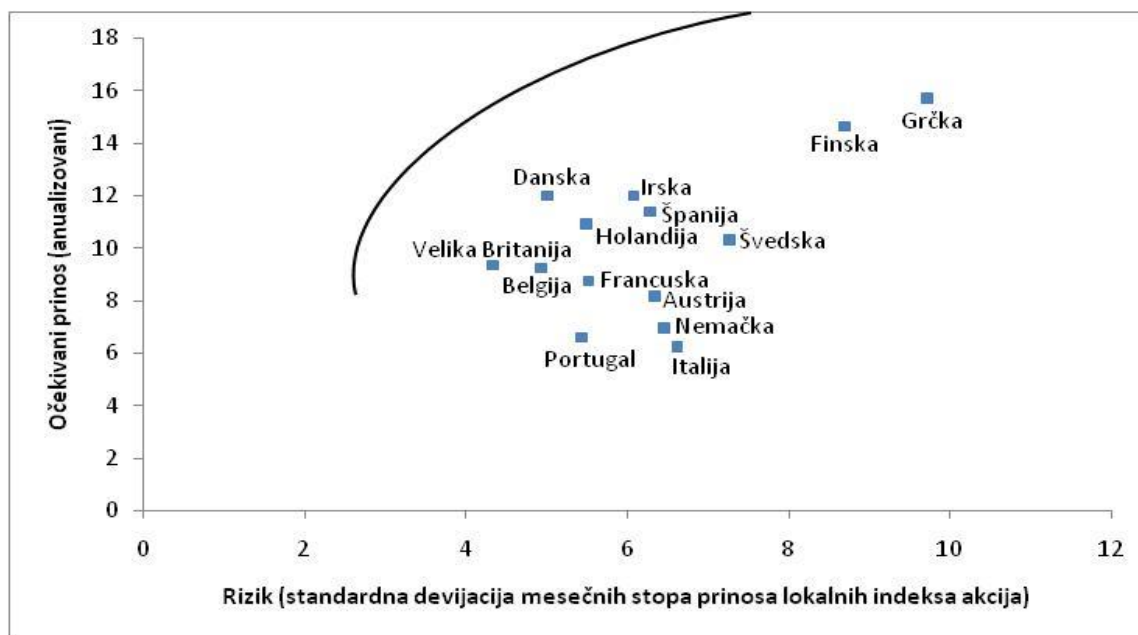
$$\omega_i \geq 0 \quad (3)$$

Prema postavljenom problemu optimizacije, nastoji se minimizirati varijansa ukupnog portfolija od n različitih aktiva po portfolio ponderima (ω) za predeterminisani prinos (μ), pri čemu je zbir portfolio pondera 1 (ograničenje br. 2) i nije dozvoljena prodaja na kratko (ograničenje br. 3). Pitanje dozvoljavanja prodaje na kratko je bilo veoma kontroverzno u vreme akutne finansijske krize u periodu 2007-2009, pa je zato navedeno kao treće ograničenje.

¹¹ Zbog razumljivosti ovaj prinos je anualizovan na slici 1.

¹² Ovaj vremenski okvir je odabran kako bi se izbegle distorzije izazvane svetskom finansijskom krizom.

indeksa akcija dolazi se do generalne ocene mogućnosti koje pruža diversifikacija portfolija u nacionalnim razmerama u dotičnim zemljama¹³.



Slika 1: Granica efikasnih portfolija akcija u EU

Izvor: International Monetary Fund

Kao što može da se primeti, prosečni prinosi glavnih evropskih tržišta akcija su značajno varirali, od niskih 6,24% godišnjeg prinosa u Italiji do 15,72% u Grčkoj. Podaci o volatilitetu tržišta akcija ukazuju na prilično širok raspon među zemljama. Ako se uzme da je prosečan mesečni prinos indeksa akcija u Grčkoj iznosio 1,31%, a da je njegova standardna devijacija iznosila 9,73%, onda iz toga proizlazi da je u 2/3 ukupnog broja meseci u razmatranom periodu beležen mesečni prinos između -8,4% i +11%¹⁴. Sa druge strane u Velikoj Britaniji dotične granice raspona su bile znatno manje -3,5% - +5%.

Iznad tačaka ucrtanih na slici 1, koje referišu razmatrane zemlje, pruža se linija (granica) efikasnih portfolija. Oni se definišu kao specifična kombinacija raspoloživih finansijskih aktiva koju karakteriše najniža varijansa, u portfolio smislu, za postavljeni nivo prinosa.

¹³ Prema pretpostavkama CAPM modela svi investitori će držati tržišno portfolio, pri čemu će svaka pripadajuća akcija imati udeo koji je jednak udelu njene tržišne kapitalizacije u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji. Pored toga, tržišno portfolio će se nalaziti na granici efikasnih portfolija, a biće i tangenti portfolio za liniju tržišta kapitala (*capital market line*).

¹⁴ ± 1 standardna devijacija.

U smislu slike 1, to bi značilo da investitori mogu ulagati u lokalne indekse kao da oni predstavljaju izdvojene finansijske instrumente, iako su oni refleksija ulaganja u mnoštvo akcija kojima se trguje na lokalnim berzama. Postepenom konstrukcijom portfolija sastavljenih od ovih indeksa mogli bi se definisati efikasni portfoliji. Obzirom da ponderi portfolija mogu uzimati vrednost od 0 do 1, moguće je da određeni indeksi u nekom od konstruisanih portfolija uopšte ne budu zastupljeni (ponder im je 0), a da neki od tih budu i efikasni portfoliji. Takođe, moguće je da se portfolio sastoji samo od jednog indeksa (čiji je ponder 1), ali posmatranjem slike 1. primećuje se da takav portfolio ne bi bio efikasan, jer se nijedna tačka na njoj ne nalazi na liniji efikasnih portfolija. Time se dolazi do relevantnog merila potencijalnih koristi od diversifikacije - udaljenosti od granice¹⁵. Kada bi se iz svake tačke povukle dve linije, jedna paralelna sa apscisom povučena ka ordinati a druga paralelna sa ordinatom povučena na gore, sve kombinacije rizika i prinosa koje se nalaze između njih bi bile nadmoćne. Kada bi se takve dve linije povukle iz tačke koja reprezentuje Italiju, jasno bi se uočilo da su sve tačke izuzev Švedske, Finske i Grčke striktno nadmoćnije jer nude povoljniju kombinaciju rizika i prinosa. To dalje znači da se između ove dve linije mogu povući druge linije koje su usmerene prema granici i koje mogu biti mere udaljenosti od granice. Prihvatljiva se čini mera horizontalne udaljenosti (λ) koja se dobija kao razlika varijanse efikasnog portfolija koji odbacuje isti prinos (μ) kao i posmatrani portfolio i varijanse tog portfolija (σ^2):

$$\lambda = Var(\mu) - \sigma^2$$

Primenom ovog merila izdvajaju se Velika Britanija i Danska kao zemlje sa najmanjom horizontalnom udaljenošću. Smanjivanje horizontalne udaljenosti za investitore koji potiču iz neke od 14 analiziranih zemalja¹⁶, i pretpostavlja se ulažu samo u domaće akcije, se može realizovati prevashodno ulaganjem u akcije sa inostranih berzi, pri čemu najveće koristi mogu da očekuju investitori iz zemalja sa najvećom vrednošću

¹⁵ Pri elaboraciji udaljenosti od granice ne bi se smelo prenebreći da se ona definiše u određenom momentu, a imajući u vidu aktuelne portfolije i pojedinačne finansijske aktive i njihove cene. Svaki pokušaj približavanja granici koji obuhvata promenu u strukturi aktuelnih portfolija pokreće istovremenu promenu cena finansijskih aktiva, a stoga i njihovih prinosa. To komplikuje nastojanje da se dosegne granica, jer ona postaje "pokretna meta" zbog kontinuelne promene svog položaja.

¹⁶ Luksemburg kao 15-sta zemlja, i jedna od njenih starih članica, je izuzeta iz analize zbog svoje veličine i specifične pozicije finansijskog centra.

horizontalne udaljenosti. Simplifikovana investiciona strategija koja podrazumeva portfolio sa jednakim ponderima ($1/n$) za sve indekse bi investitorima donosila godišnji prinos od 8,7% uz standardnu devijaciju od blizu 5%. Ona bi bila nesumnjivo poželjan izbor za trećinu zemalja u uzorku. Ovaj prosti portfolio sa jednakim portfolio ponderima, zbog svoje balansiranosti, može da se koristi kao benčmark za ocenu rasta efikasnosti portfolija koji drže investitori iz analiziranih zemalja. Zahvaljujući Koordiniranom izveštaju o portfolio investicijama (*Coordinated Portfolio Investment Survey*) koji sastavlja Međunarodni monetarni fond postoje podaci o portfolio investicijama iz anketiranih zemalja u druge zemlje, kao i u analizirane zemlje, koji omogućavaju aproksimaciju portfolija koji drže investitori iz tih zemalja. Po prirodi stvari, najveći ponder će imati domaće finansijske aktive, ali se može oceniti i koliko, u proseku, u tom portfoliju ima inostranih aktiva i iz kojih zemalja potiču. Npr. udeo domaćih akcija u ukupnom portfoliju sačinjenom od akcija iz EU zemalja za investitore iz Austrije može da bude 70%, a da preostalih 30% otpada na inostrane akcije¹⁷. Na ovaj način se za svaku zemlju EU može konstruisati evropski portfolio koji drže domaći investitori. To omogućava da se na slici 1. umesto kombinacije prinosa i rizika za lokalne indekse akcija unesu dotične kombinacije shodno odlikama portfolija koji su konstruisali investitori iz dotičnih zemalja¹⁸. Poređenjem performansi ovih portfolija sa benčmark prostim evropskim portfoliom sa jednakim ponderima može se oceniti njihova efikasnost, gde se kao merilo koriste prinosi prilagođeni za rizik¹⁹. Konačno, poređenjem tačaka evropskih portfolija sa tačkama koje opisuju lokalne indekse akcija može se aproksimirati koliko je diversifikacija u evropskim okvirima donela efektivnih koristi za investitore.

Druga korist od integracije je već izložena u okviru funkcija finansijskog sistema, a jedan od načina njene empirijske provere će biti izložen u narednoj tački rada. U okviru treće koristi finansijske integracije naglašava se njena povezanost sa finansijskim razvojem, koji je prema mnogim studijama u pozitivnoj korelaciji sa ekonomskim razvojem, a

¹⁷ Od tih 30%, 10 procentnih poena može da se odnosi na Nemačku, 5 na Francusku, 3 na Holandiju itd.

¹⁸ Granica efikasnih portfolija ostaje pri tome nepromenjena.

¹⁹ U Šoškić (2001) se navode tri modela iz kojih proističu mere portfolio performansi korigovane za rizik. To su Sharpe-ov, Treynor-ov i Jensen-ov indeks. Portfoliji se mogu rangirati i na druge načine. Bodie, Kane, Marcus (2002) ističu sledeću funkciju korisnosti koja se odnosi na portfolije:

$$U = E(r) - 0,005A\sigma^2$$

prema nekima i jedan od njegovih uzročnika. Ova relacija će vrlo detaljno biti analizirana u sukcesivnoj tački rada. Uočljivo je takođe da ova korist od finansijske integracije implicitno proishodi iz prethodne koristi, ali je Baele et al. ipak odvojeno ističu, obzirom na njenu opštu važnost.

Evropska centralna banka (skr. ECB) (2006) navodi četiri razloga iz kojih proističe njen izraženi interes za finansijskom integracijom:

- 1.) ključni značaj za vođenje jedinstvene monetarne politike
- 2.) doprinos očuvanju finansijske stabilnosti
- 3.) efikasno funkcionisanje sistema plaćanja kao i sistema za kliring i obračun transakcija sa hartijama od vrednosti
- 4.) doprinos rastu potencijala za snažniji neinflatorni privredni rast.

Efektivna transmisija impulsa monetarne politike je fundamentalno zavisna od stepena integrisanosti finansijskog sistema u kome bi trebalo da se impuls rasprostire i monetarna politika da deluje, u slučaju ECB radi se o području evrozone. Povrh ovog ključnog razloga za zainteresovanost, ECB takođe prihvata argumentaciju da finansijska integracija donosi opšte ekonomske koristi koje povoljno utiču na postizanje održivog i neinflatornog rasta. Zbog toga svaki ishod koji podrazumeva nepotpuno integrisan finansijski sistem, a takav je danas slučaj sa evrozonom, ima svoju cenu izraženu u neostvarenom, a potencijalno ostvarivom, privrednom rastu.

Jappelli i Pagano (2008) izdvajaju sledeće implikacije finansijske integracije:

- 1.) podsticanje finansijskog razvoja
- 2.) uticaj na privredni rast i investicije
- 3.) sposobnost prilagođavanja privrede na ekonomske šokove
- 4.) sposobnost ekonomskih subjekata da dele rizik

Tri od četiri navedene implikacije su saobrazne sa koristima od finansijske integracije koje navode Baele et al. Ipak, pored pospešujućih efekata na dugoročni privredni rast i prednosti u smislu upravljanja rizicima koje privatnim i poslovnim subjektima pruža finansijska integracija, Jappelli i Pagano smatraju da je važno istaći prednost koju ona donosi za pojedinačne zemlje. Ukoliko se, zbog izvesnih razloga, kvantum štednje u jednoj zemlji smanji, što se dešava kada vlada proizvodi velike i rastuće obime deficita budžeta, privatni sektor može realizovati planirane investicije samo ukoliko ima pristup nedostajućim iznosima štednje. U svetlu međunarodnih odnosa, očekuje se da bi se manjak štednje mogao nadomestiti njenim prilivom iz inostranstva. Priliv štednje iz inostranstva je poželjan i onda kada se javljaju lukrativni projekti čije blagovremeno finansiranje ne može adekvatno pratiti rast kvantuma domaće štednje.

Feldstein i Horioka (1980) su prvi postavili hipotezu o padu korelacije između domaće štednje i domaćih investicija. Pod pretpostavkama perfektne mobilnosti kapitala u međunarodnim okvirima i fiksirane atraktivnosti investicionih mogućnosti po zemljama rast stope ili kvantuma štednje u jednoj zemlji bi izazvao rast investicija u svim zemljama. Sledeći logiku izložene hipoteze, niža korelacija između domaće štednje i investicija se može interpretirati kao indikator višeg nivoa finansijske integracije, koja ima pozitivne reperkusije po makroekonomsku stabilnost. Dotična hipoteza je dodatno testirana i proverena u više radova, od kojih su se neki specifično usredsredili na evropske zemlje²⁰, a u kojima je potvrđena njena valjanost.

Ukoliko bi se stopa investicija regresirala na stopu štednje u svakoj godini pokrivenoj vremenskim intervalom od 1980. godine do 2005. godine na uzorku koji obuhvata 15 zemalja koje su sačinjavale Evropsku Uniju u trenutku uvođenja evra, jasno bi se mogao opaziti pad vrednosti ocene regresionog koeficijenta sa protekom vremena. Počev od 1993. godine prihvata se i testirana hipoteza da je vrednost regresionog koeficijenta jednaka nuli na nivou značajnosti od 0,05²¹. Iako je ovo u saglasnosti sa postuliranom hipotezom o uznapredovaloј finansijskoј integraciji, ne može se nedvosmisleno tvrditi da

²⁰ Armstrong, Balasubramanyam i Salisu (1996); Blanchard i Giavazzi (2002).

²¹ Jappelli i Pagano (2008).

je ona posledica isključivo evropske finansijske integracije. Moguće je da je raskid korelacije između stope štednje i stope investicija u razmatranim zemljama posledica uznapredovale integracije na globalnom nivou, ili pak integracije koja se odvija na nivou šireg kruga zemalja u odnosu na one razmatrane. Sumnje u pogledu nivoa na kojem se odvija finansijska integracija mogu se odagnati ako se ista regresija sprovede na uzorku zemalja koje su članice Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD), a u koje pored inicijalnih 15 zemalja spadaju i druge razvijene zemlje pa se ukupan broj zemalja povećava na 34. Rezultati do kojih se dolazi u tom slučaju su bliski onima iz početne regresije, ali sa jednom razlikom. Regresioni koeficijent postaje statistički nesignifikantan počev od 1998. godine, što je pola decenije docnije u odnosu na trenutak u kom je koeficijent dobio to svojstvo kod zemalja Evropske Unije. Obzirom na ovaj vremenski raskorak može se konstatovati da je finansijska integracija brže napredovala u zemljama evrozone, nego u skupini najrazvijenih zemalja sveta. Brža finansijska integracija se može pripisati opštim ekonomskim integracionim procesima u Evropi, ali i stvaranju monetarne unije.

Obstfeld i Taylor (2004) se više bave koristima od međunarodne finansijske integracije i trgovine finansijskim instrumentima na globalnom nivou. Oni izdvajaju sledeće koristi:

1. podela rizika na međunarodnom nivou
2. vremenska alokacija resursa
3. disciplina u vođenju makroekonomskih politika

U pogledu prvog argumenta za finansijsku integraciju oni navode ilustrativan primer kako globalna finansijska tržišta vrše funkciju agregiranja rizika i njegove posledične podele. Primer se zasniva na svetskoj ekonomiji koja se sastoji od N zemalja, u kojima postoji samo po jedan reprezentativni agent, i koja egzistira samo u jednom vremenskom periodu. Svaka zemlja proizvodi output Y_i (Y_i gde je $i=1,2,...,N$) koji je slučajna varijabla i koji se sastoji samo od jednog potrošnog dobra koje može postojati samo u jednom vremenskom periodu, nije trajnog karaktera. Za sve zemlje Y_i ima istu očekivanu vrednost (μ) i varijansu (σ^2), pri čemu su Y_i međusobno nekorelisani. U odsustvu

trgovine finansijskim instrumentima, koji predstavljaju pravo na prisvajanje dela nacionalnog outputa, reprezentativni agent iz zemlje i će sebi obezbediti potrošnju $C_i=Y_i$, čija će varijansa biti jednaka varijansi nacionalnog outputa σ^2 . U suprotnom postojalo bi tržište na kome reprezentativni agenti mogu trgovati pravima na deo nacionalnog outputa na početku jedinog vremenskog perioda, odnosno u trenutku u kome postoji totalna neizvesnost u pogledu realizacije nacionalnih outputa. Reprezentativni agent neke zemlje i koji ima pravo na kompletan nacionalni proizvod bi emitovao N prava, odnosno finansijskih instrumenata, od kojih bi $N-1$ prodao/podelio rezidentima drugih zemalja, a jedno zadržao za sebe. Analogno tome on bi postao vlasnik po jednog prava na nacionalni output svih drugih zemalja, u svakoj zemlji se emituje po N takvih prava. Nakon ovih transakcija koje se realizuju na međunarodnom tržištu svaki reprezentativni agent bi posedovao identičan portfolio prava koji bi mu omogućavao potrošnju $\sum_{i=1}^N Y_i / N$. Nivo potrošnje *per capita* po zemljama je tada ujednačen, ali se njegova varijansa smanjila sa σ^2 na samo σ^2/N . Pad varijabiliteta potrošnje *per capita* u svim zemljama je potvrda univerzalne korisnosti od globalne trgovine finansijskim instrumentima, odnosno finansijske integracije. Obstfeld i Taylor između ostalog konstatuju i da se možda veće koristi od podele rizika na međunarodnom nivou mogu očekivati po pitanju uticaja na odluke o proizvodnji, nego na potrošnju i njen varijabilitet. Ovo se objašnjava povećanom sklonošću investitora ka investiranju u rizičnije poduhvate, koja je rezultat nižeg rizika kojeg oni individualno snose zbog šire podele rizika.

Pored poboljšane alokacije resursa u uslovima neizvesnosti, između različitih scenarija stvarnosti koji se mogu realizovati, koja proističe iz funkcije podele rizika izdvaja se i funkcija realokacije resursa u vremenu, odnosno raspored potrošnje na vremenskoj osi. Za razumevanje ove funkcije nije neophodno okruženje koje karakteriše neizvesnost. Ukoliko postoji potpuno ispravno predviđanje budućnosti globalno finansijsko tržište je mehanizam za rešenje predvidivih fluktuacija outputa i dohohaka. U slučaju predvidivih pobačaja nivoa outputa u određenim vremenskim periodima, agenti u toj zemlji se mogu zadužiti na međunarodnom tržištu kako bi popravili svoju potrošnju u tim periodima, a dugove bi otplatili u periodima u kojima se anticipira znatan rast outputa. Pored uticaja na potrošnju, realokacija resursa u vremenu prostire svoj uticaj i na odluke o proizvodnji.

Manje razvijenim zemljama se tako otvara prostor da paralelno povećavaju nivo investicija i potrošnje u zemlji, i to po osnovu zaduživanja na međunarodnom nivou. Međunarodno kreditno tržište može da se posmatra čak i u uslovima neizvesnosti, gde igra važnu ulogu u ublažavanju specifičnih rizika kojima su izložene zemlje. Krediti u tom slučaju predstavljaju delimičan supstitut za tržište za podelu rizika²². U slučaju postojanja tog tržišta u idealizovanoj formi međunarodno kreditno tržište bi bilo suvišno, obzirom da nacionalni šokovi koji utiču na autput ne bi uopšte uticali na dohodak i potrošnju rezidenata.

Autarhičan domaći finansijski sistem može biti talac nosilaca ekonomske politike. Ukoliko su, zbog svoje dobrobiti, ovi nosioci skloni vođenju preterano ekspanzivnih politika, brana takvom ponašanju može biti međunarodno otvoren finansijski sistem. Posledica ekspanzivnih politika su deficiti koji se moraju finansirati, a ukoliko se nosioci suočavaju sa rastom cene zaduživanja i potencijalnim begom kapitala iz zemlje koji je posledica neodgovornih politika, biće objektivno ograničeni da realizuju planirane deficite. U slučaju monetarne politike disciplina se ostvaruje kroz korekciju deviznih kurseva i tržišnih kamatnih stopa koje inkorporiraju stopu inflacije i jesu protivteža politici niskih kamatnih stopa centralne banke. Negativna strana trećeg argumenta koju ističu Obstfeld i Taylor je onemogućavanje sprovođenja ekonomski i društveno opravdanih i poželjnih politika koje bi mogle dovesti do ostvarenja legitimnih krajnjih ciljeva ekonomske politike.

1.5. Značaj finansijske integracije za ekonomski i finansijski razvoj

Koncept finansijske integracije se često razmatra u kontekstu odnosa sa drugim važnim ekonomskim konceptima. Poželjno bi bilo da napredak u finansijskim integracijama donosi što više pozitivnih uticaja na ekonomske koncepte poput privrednog ili finansijskog razvoja, sa kojima se često dovodi u vezu. Finansijska integracija i finansijski razvoj su koncepti čija se realizacija zbiva u okvirima finansijskog sistema, koji se uobičajeno definiše kao skup tržišta, institucija i infrastrukturnih mehanizama

²² U narednoj fusnoti je objašnjena izvorna ideja o kompletnom tržištu za podelu rizika.

putem kojih pojedinci, preduzeća i država ostvaruju pristup nedostajućim finansijskim sredstvima i vrše investiranje svojih slobodnih finansijskih sredstava. Iako dva po suštini različita koncepta, oni se nužno međusobno prepliću jer oba u krajnjoj liniji utiču na rezultate finansijskog sistema i njegovo skladno funkcionisanje.

Finansijski razvoj se vezuje za sva usavršavanja i poboljšanja relevantnih tržišta, institucija i infrastrukturnih mehanizama koja rezultiraju u bržem i efikasnijem protoku finansijskih sredstava od finansijski suficitarnih subjekata do finansijski deficitarnih subjekata. Pod dotičnim usavršavanjima i poboljšanjima se najčešće podrazumeva uvođenje finansijskih inovacija, shvaćeno u širokom smislu, zatim organizacione promene u postojećim institucijama i razvoj novih institucija koji vode modernizaciji finansijskog sistema. Svrha ovih promena je efikasnije razrešenje problema asimetričnih informacija, viša kompletnost tržišta²³ koja se postiže rastom broja finansijskih ugovora dostupnih transaktorima, smanjenje transakcionih troškova i jačanje konkurencije na tržištu, što bi trebalo da podigne performanse finansijskog sistema.

Jappelli i Pagano (2008) ističu da uklanjanje barijera finansijskoj integraciji može podstaći lokalni finansijski razvoj kroz povišeni nivo konkurencije koju predstavljaju sofisticiranije i bolje organizovane inostrane finansijske institucije. Ove konkurentije institucije su u stanju da pruže ekonomskim subjektima u zemljama koje se nalaze na nižem nivou finansijskog razvoja, finansijske usluge po povoljnijim cenovnim i drugim uslovima što bi trebalo doprineti rastu i razvoju lokalnog finansijskog sistema. Pri tome,

²³ Ideju o kompletnosti tržišta prvi je izneo Kenneth Arrow (1965). Ona se uklapa u koncept upravljanja rizicima i efikasne alokacije rizika na nivou društva. Imperativ za ekonomski sistem je postojanje mehanizama za lako i efikasno prenošenje rizika. U idealizovanoj formi, to bi značilo da u ekonomskom sistemu postoji tržište na kojem bi se svaki realan rizik, ili zamisliv rizik, mogao preneti na određenog subjekta voljnog da ga snosi. Da takvo tržište postoji, svako bi se mogao slobodno zaštititi od nastupanja ekonomski relevantnih događaja koji predstavljaju realizaciju rizika štetnih po njega, ali po određenoj ceni, na koju se može gledati kao na premiju koja se plaća za osiguranje od rizika. Na taj način svako bi bio u stanju da spreči potencijalne gubitke u vrednosti svog bogatstva. Najbliže tržište ovom idealizovanom tržištu koje postoji u ekonomskom sistemu je ono koje je razvijeno u okviru finansijskog sistema. Ovaj transfer rizika doprinosi ekonomskoj efikasnosti na dva načina: 1.) realokacija rizika u kojoj svaki rizik snosi subjekt najkompetentniji za njegovo snošenje; 2.) realokacija resursa u skladu sa novom realokacijom rizika, pri čemu se ograničeni resursi preusmeravaju i angažuju u produktivnijim svrhama - pri čemu se ističe pospešivanje preduzetničke aktivnosti i rizičnih, ali plodotvornijih, privrednih poduhvata. Teoretski ideal kompletnog tržišta za alokaciju rizika u stvarnosti je ipak teško dostižan, ali distanca koja nad odvaja od njega može biti skraćena.

efektivno pružanje finansijske usluge od strane inostrane finansijske institucije uopšte nužno ne mora da se desi da bi lokalni ekonomski subjekti uživali povoljnije uslove. Sâm konkurentski pritisak, tj. mogućnost korišćenja finansijske usluge od strane lokalnih ekonomskih subjekata, je dovoljan uslov da lokalne finansijske institucije izvrše korekciju svojih uslova pružanja finansijskih usluga i prilagode ih uslovima koje nude inostrane finansijske institucije. Ipak, opcija koja je verovatnija i realnija je ona koja podrazumeva aktivno prisustvo i regularno poslovanje inostranih finansijskih institucija u onim zemljama koje imaju slabije razvijen finansijski sistem, jer je to pravi način za lukrativnu realizaciju njihovih konkurentskih prednosti. Zahvaljujući finansijskoj integraciji očekuje se da se pristup i ponuda izvora finansiranja značajno povećaju u zemljama koje pripadaju jednom integrisanom finansijskom prostoru, a po kriterijumu finansijskog razvoja su nisko rangirane. Jedan način da se ovo ostvari je da finansijske usluge inostrane institucije nude direktno u tim zemljama, a drugi je da se ekonomskim subjektima iz tih zemalja približe finansijska tržišta na kojima ove institucije posluju. U meri u kojoj bude dominirao prvi način i u kojoj izostaju neohodna prilagođavanja u poslovanju kod lokalnih finansijskih institucija, finansijska integracija će dovesti do konsolidacije u finansijskom sektoru. Sa druge strane, u meri u kojoj su lokalne finansijske institucije vičnije promenama u svom poslovanju, finansijska integracija će dovesti do restrukturiranja poslovnih procesa na nivou pojedinačnih institucija, smanjenja ukupnih troškova, uvođenja novih tehnologija što bi trebalo da ponudu kredita učini izdašnjijom, a kamatnu stopu nižom. U oba slučaja ishod je pozitivan i iskazuje se kroz rast efikasnosti finansijskih institucija, što bi u najboljem slučaju značilo da su sve institucije optimizovale svoju veličinu u odnosu na svoj obim aktivnosti, koji se dalje prenosi na rast efikasnosti celokupnog finansijskog sistema.

Pored kanala konkurencije, drugi kanal uticaja finansijske integracije na finansijski razvoj ostvaruje se putem harmonizacije relevantnih propisa, odnosno regulative. U jednom delu, pitanje harmonizacije propisa nije direktno povezano sa finansijskim razvojem. Ako jedna zemlja izvrši izmene u svojim propisima kojima se uređuje pitanje ulaska na tržište, odnosno osnivanja i izdavanja dozvola za rad, koje su u duhu otvorenog i slobodnog tržišta podstaći će se finansijska integracija, ali ne i finansijski razvoj. Ako su predmet

harmonizacije zakoni i niži pravni akti koji uređuju pravila i principe poslovanja i upravljanja finansijskim institucijama, ali i privrednih društava uopšte, direktno se utiče na pospešivanje finansijskog razvoja. Harmonizacija propisa ima smisla samo ako se njome uvode najnapredniji svetski priznati standardi poslovanja. Finansijska institucija koja razmatra geografsko širenje svojih poslovnih aktivnosti biće svakako sklonija da otpočne i razvija poslovanje u zemljama čija regulativa je bliska regulativi u njenoj matičnoj zemlji, ili u optimalnom slučaju istovetna njoj. Shodno tome, zemlje sa slabije razvijenim finansijskim sistemom mogu da privuku inostrane finansijske institucije iz zemalja sa razvijenim finansijskim sistemom usvajanjem propisa koji se primenjuju u tim zemljama²⁴.

Primena globalno razvijenih međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja, koje donosi Međunarodni komitet za računovodstvene standarde, prilikom sastavljanja finansijskih izveštaja jedan je od pozitivnih primera harmonizacije propisa. Usvajanje ovih standarda podiže međusobnu uporedivost finansijskih izveštaja preduzeća iz različitih zemalja, multinacionalnim kompanijama se olakšava pripremanje njihovih godišnjih izveštaja, velikim kompanijama se otvara mogućnost da jednostavno zadovolje uslove za listiranje njihovih akcija na berzama u različitim zemljama, a kvalitetno sastavljeni finansijski izveštaji donose opšte koristi svim njihovim korisnicima kroz njihovu veću razumljivost, verodostojnost i informativnost. Kreditnim institucijama su posebno važni kvalitet i objektivnost finansijskih izveštaja obzirom da ih one koriste pri oceni kreditnog rizika svojih klijenata. Zato su zemlje sa razvijenijom računovodstvenom kulturom i dobrom računovodstvenom praksom poželjnija destinacija za obavljanje poslovanja za finansijske institucije iz zemalja sa razvijenim finansijskim sistemom. Uniformisanje pravila za superviziju banaka na međunarodnom nivou olakšava praćenje i ocenjivanje regularnosti njihovog poslovanja i solventnosti. U sferi bankarstva važnu ulogu u ovom procesu ima Bazelski komitet za superviziju banaka. Kao forum unutar koga sarađuju nacionalni bankarski regulatori, on služi kao pogodno sredstvo za

²⁴ Praktičnije posmatrano, ono za šta su esencijalno zainteresovani inostrani poslovni subjekti nije činjenica da pravni okvir jeste savremen i dobar, već da je njegova primena konzistentna, brza i objektivna.

iniciranje i široko ubrzano prihvatanje smernica i standarda supervizije u ključnim oblastima.

Harmonizacija propisa se odvija i u oblasti finansijskih tržišta. Zakon o tržištu hartija od vrednosti²⁵ je bazični pravni akt koji reguliše ovu oblast. U tom smislu poželjan je što veći stepen usaglašenosti nacionalnih verzija ovoga Zakona međusobno, a pogotovu u glavnim pitanjima koja se njime uređuju kao što su procedura emisije i trgovanja hartijama od vrednosti. Domen korporativnog upravljanja nije izuzet iz glavnog toka harmonizacije propisa. Korporativno upravljanje se definiše kao set mehanizama kojima se uređuju odnosi između stejkholdera preduzeća²⁶, ali primarno između njegovih vlasnika i rukovodstva. Direktori preduzeća mogu da zloupotrebe njima dostupne informacije o poslovanju preduzeća radi sticanja vlastite koristi i ostvarenja ličnih ciljeva, što u krajnjoj liniji vodi ugrožavanju interesa vlasnika. Postoji nekoliko instrumenata putem kojih se ovaj potencijalni konflikt razrešava. Jedan od tih instrumenata je postupak imenovanja i razrešavanja direktora. U Evropi je tako usvojen princip po kome članove izvršnog odbora imenuju članovi nadzornog odbora, pod uslovom da se radi o dvodomnoj organizaciji upravljanja preduzećem. Sâm nadzorni odbor se bira od strane skupštine akcionara, zbog čega se oni smatraju doslednijim i privrženijim zastupnicima interesa akcionara društva, nego što su to sami direktori, odnosno izvršni odbor koji oni zajedno sačinjavaju. Istovetno rešenje je primenjeno i u našem Zakonu o privrednim društvima koji se primenjuje od 1. februara 2012. godine. Ipak, najvažniji instrument za disciplinovanje delovanja izvršnog odbora preduzeća je tržište korporativne kontrole. Ono funkcioniše na tri načina:

- iniciranje strateških promena u poslovanju od strane akcionara
- prijateljska spajanja i preuzimanja
- neprijateljska spajanja i preuzimanja.

²⁵ U Srbiji ovaj zakon nosi naziv Zakon o tržištu kapitala. Zakon je stupio na snagu 2011. godine.

²⁶ Pretpostavlja se da se radi o preduzeću koje je registrovano kao akcionarsko društvo.

Tržište korporativne kontrole je najdelotvornije, u smislu izvedenog uticaja na direktore da se ponašaju u skladu sa interesima akcionara, ako se odvija kroz neprijateljska spajanja i preuzimanja. Potencijalni podnosioci ponude za preuzimanje preduzeća smatraju da direktori ne vode preduzeće na pravi način i da su njegove performanse slabe. Krajnji cilj podnošenja ponude za preuzimanje je sticanje kontrolnog paketa akcija ciljnog društva, nakon čega bi novi većinski vlasnici stekli legitimitet za sprovođenje planiranih promena u poslovanju ciljnog društva. Drugim rečima, ako postojeći akcionari nisu zadovoljni performansama preduzeća, oni će prodati svoje akcije drugim zainteresovanim stranama. Nakon prodaje, po pravilu, prva radnja koju sprovede novi većinski vlasnici u takvim situacijama je smena zatečenih direktora preduzeća. Razboriti direktori bi zato morali dužnu pažnju da posvete zadovoljenju interesa postojećih akcionara. Ukoliko se to ne desi, položaj direktora bio bi ozbiljno ugrožen, zbog čega je u njihovom interesu da slede interese akcionara. Tako neprijateljska spajanja i preuzimanja osiguravaju komplementarnost interesa direktora i akcionara, i vode kvalitetnom režimu korporativnog upravljanja. U Srbiji je po ugledu na afirmisanu evropsku praksu usvojen Zakon o preuzimanju akcionarskih društava koji je počeo da se primenjuje od 4. februara 2012. godine, a koji bi na savremen način trebalo da uredi dva od tri načina za funkcionisanje tržišta korporativne kontrole.

1.5.1. Pregled pokazatelja finansijskog razvoja

U cilju utvrđivanja stepena finansijskog razvoja jedne zemlje, definisani su odgovarajući indikatori²⁷. Zahvaljujući njima moguće je pratiti promene u stepenu finansijskog razvoja jedne zemlje u vremenu, ali i sprovesti međunarodnu komparaciju zemalja prema istom kriterijumu. Uobičajeno se koriste kvantitativni indikatori finansijskog razvoja. Među njima su široko prihvaćena dva indikatora:

- kapitalizacija domaćeg tržišta akcija/bruto domaći proizvod
- kvantum bankarskih kredita/bruto domaći proizvod.

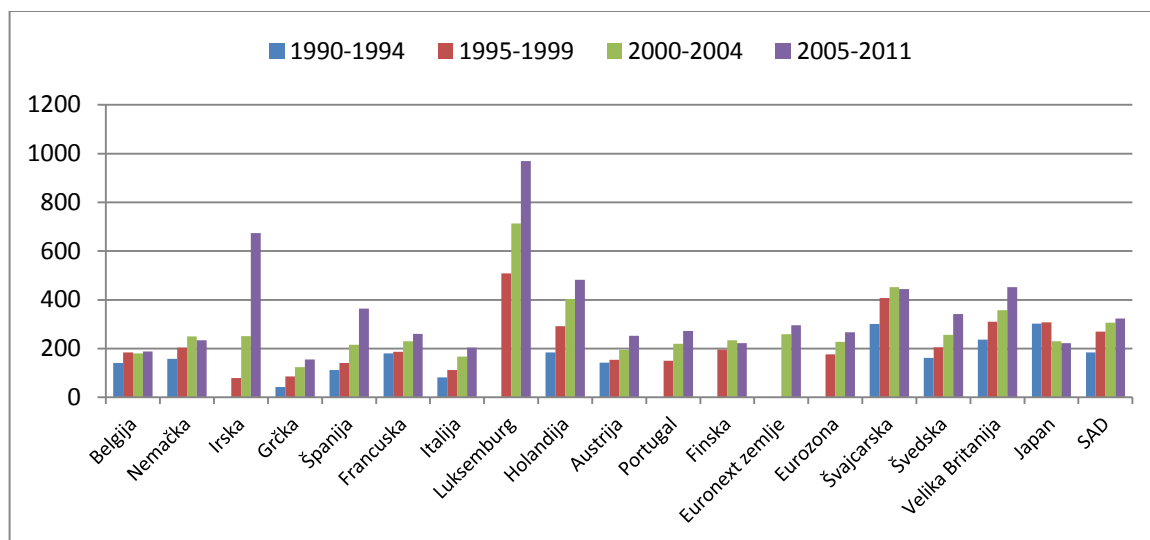
²⁷ Indikatori finansijskog razvoja su ekstenzivno razmatrani u King i Levine (1992).

Oba indikatora su izražena kao racio brojevi, s tim da viša vrednost racija korespondira većem stepenu finansijskog razvoja. Oba indikatora se ravnopravno i simultano koriste zbog korektnosti konačnih zaključaka o stepenu finansijskog razvoja zemlje. Prvi indikator, kapitalizacija domaćeg tržišta akcija/bruto domaći proizvod, favorizuje zemlje u kojima je finansijski sistem zasnovan na finansijskim berzama, zbog čega bi sve takve zemlje, neke opravdano a neke neopravdano, bile tretirane kao razvijenije u odnosu na zemlje čiji finansijski sistem je zasnovan na poslovnim bankama. Ispravljanje ove distorzije se vrši uključivanjem u razmatranje drugog indikatora, kvantuma bankarskih kredita izraženih procentualno u odnosu na vrednost bruto domaćeg proizvoda. U opticaju se često pojavljuje i treći indikator, kapitalizacija domaćeg tržišta obveznica/bruto domaći proizvod. Svi indikatori ukazuju na raspoloživost eksternih izvora finansiranja domaćim ekonomskim subjektima, pojedincima i preduzećima, i lakoću i intenzitet protoka finansijskih sredstava u okviru finansijskog sistema.

ECB (2009) se u svrhu praćenja napretka u finansijskom razvoju na nivou evrozone opredelila za pet indikatora:

1. veličina tržišta kapitala
2. kvantum emisije komercijalnih zapisa
3. kvantum emisije obveznica preduzeća izvan finansijske delatnosti
4. efikasnost procesuiranja informacija na tržištu akcija
5. sistematično finansiranje inovativnih kompanija (*venture capital*)

Prvi indikator se dobija kada se ukupna veličina tržišta kapitala, obračunata kao zbir veličine tržišta akcija, obveznica i bankarskih kredita; izrazi kao udeo bruto domaćeg proizvoda. Konjunkturalna tržišna kretanja i vanredne fluktuacije na tržištu akcija mogu da vrše izvestan uticaj na vrednost ovoga indikatora, pa se u cilju njihovog neutralisanja često obračunavaju i raportiraju višegodišnji proseci indikatora. Na slici 2. su dati petogodišnji proseci u dvadesetogodišnjem vremenskom intervalu za vodeće zemlje EU, Japan i SAD.



Slika 2: Veličina tržišta kapitala kao % BDP-a

Izvor: European Central Bank

Najviša vrednost indikatora se beleži kod Luksemburga, Irske, Holandije, Švajcarske, Velike Britanije i Španije. Generalna ocena je da veličina tržišta kapitala u većini zemalja postojano raste u posmatranom intervalu, ali da se u nekim zemljama osećaju posledice finansijske krize. Rast tržišta kapitala u zemljama evrozona je dosledno pratio rast u SAD-u, s tim da su ove zemlje svodno gledano uvek bile za neki korak iza SAD-a, Švajcarske i Velike Britanije. Pored toga, uočavaju se tendencije ka konvergenciji veličine tržišta kapitala među posmatranim zemljama. Na rast veličine tržišta kapitala se ne može uvek bezuslovno pozitivno gledati, kao u situacijama kada je on rezultat prekomernog rasta cena finansijske aktive. Ovaj slučaj je izraženiji u zemljama u kojima dominiraju finansijske berze. Učešće veličine tržišta akcija, obveznica i bankarskih kredita u njihovom ukupnom zbiru u SAD-u je 38%, 44% i 18%, respektivno. U evrozoni dotična učešća su 24%, 25% i 51%.

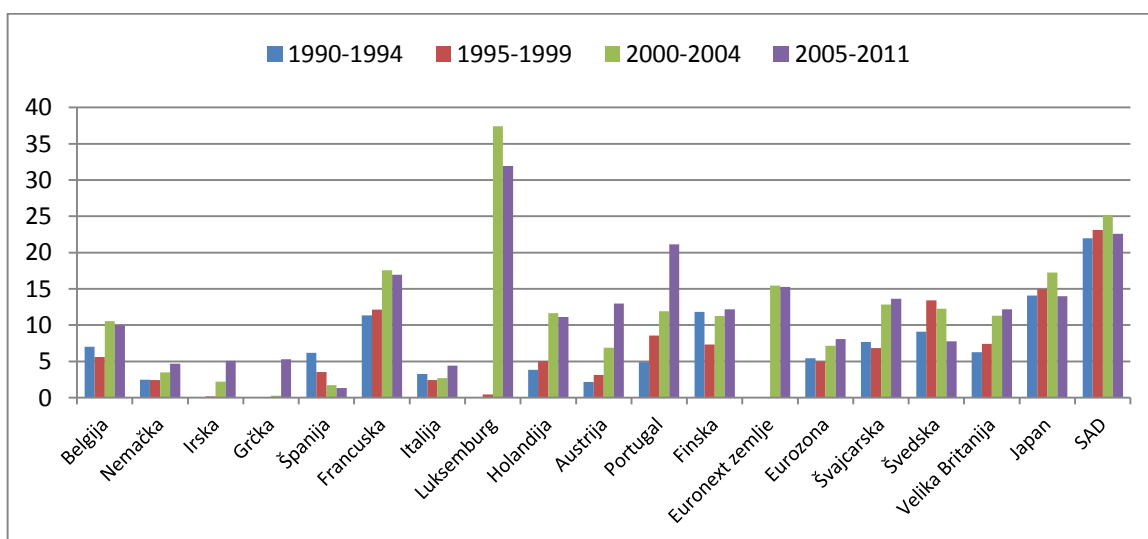
Razvijenost i nivo aktivnosti na tržištima kratkoročnih i dugoročnih dužničkih hartija od vrednosti su bitni za ocenu stepena finansijskog razvoja. Efikasno i razvijeno tržište komercijalnih zapisa je neophodno za uredno finansiranje tekućih potreba preduzeća i blagovremenu transmisiju impulsa monetarne politike. Blizina i bliskost ovog tržišta međubankarskom tržištu, u smislu ročnosti instrumenata, čini ga visoko podložnim uticajima monetarne politike. Nepostojanje dovoljno razvijenog tržišta komercijalnih

zapisa može rezultirati u povišenim i neujednačenim uslovima finansiranja preduzeća u evrozoni. Iz ovog razloga ECB je podržala STEP inicijativu (*Short-Term European Paper*) koja bi trebalo da obezbedi panevropsko tržište kratkoročnih hartija od vrednosti. Ukoliko se emitenti hartija povinuju standardima propisanim putem ove inicijative, njihove emitovane hartije mogu dobiti posebnu STEP oznaku koja bi trebalo da ih načini atraktivnijim hartijama za ulaganje kod potencijalnih investitora. Premda ova oznaka nije potvrda boniteta emitenta ili tačnosti obelodanjenih informacija, ona je signal investitorima da dotična emisija zadovoljava kodifikovane zajedničke standarde koji su u ravni sa najsavremenijim tržišnim praksama i mehanizmima zaštite interesa investitora. Prve dve godine primene ove inicijative su bile veliki uspeh, 2006-2008 god. U tom periodu kvantum emitovanih zapisa koji su posedovali STEP oznaku se utrostručio, a po svom obimu su prevazišli zapise bez ove oznake. U relativnom odnosu posmatrano, njihov udeo se stabilizovao u potonjim godinama na nešto iznad 3% GDP-a.

Poput relevantnosti tržišta kratkoročnih hartija od vrednosti za premošćavanje privremenih kriza likvidnosti, razvijenost i dubina tržišta obveznica je orijentir za lakoću, brzinu i jednostavnost pristupa dugoročnim izvorima finansiranja preduzeća bitnim za finansiranje investicija. Sa tom svrhom prate se promene kvantuma emisije obveznica preduzeća izvan finansijske delatnosti.

Na slici 3. kvantum emisije obveznica je predstavljen kao udeo bruto domaćeg proizvoda, a po ugledu na prvi komentarisani indikator, i iz istih razloga, dati su njegovi višegodišnji proseci. U periodu 2000-2004. god. ostvaren je značaj rast emisije obveznica na nivou evrozone u odnosu na prosek prethodnog vremenskog intervala. U poslednjem vremenskom intervalu do izražaja uglavnom dolazi stagnacija, s tim što se prosek ipak nalazi iznad nivoa karakterističnog za raniji period. U nekim zemljama dolazi i do pada kvantuma emisije, koji se kontabalansira povojem emisija u nekoliko zemalja. Ovakva kretanja u poslednjem intervalu su saobrazna kretanjima u referentnim zemljama i posledica su nemira na finansijskim tržištima. Kada se bliže pogledaju podaci po zemljama uočava se bitno drugačija situacija u odnosu na onu kod veličine tržišta kapitala, jer je prisutna signifikantna heterogenost. Ukoliko se prosek evrozone uporedi

sa vrednostima indikatora kod referentnih zemalja SAD, Japana i Velike Britanije opaža se zaostajanje. Podaci o vrednosti ovog indikatora se mogu smatrati umereno diskutabilnim. Razlog tome je pragmatično ponašanje multinacionalnih evropskih kompanija koje biraju zemlju u kojoj će emitovati obveznice u skladu sa kriterijumima transakcionih troškova i njihovog poreskog tretmana. Ovaj izbor je uopšteno na raspolaganju svim onim kompanijama koje imaju sedište u jednoj zemlji evrozone i povezano zavisno pravno lice, ili više njih, u nekoj drugoj zemlji evrozone čime se stiču formalno-zakonske mogućnosti za emisiju obveznica u toj zemlji.



Slika 3: Vrednost emitovanih obveznica preduzeća izvan finansijske delatnosti kao % BDP-a

Izvor: European Central Bank

Četvrti indikator upućuje na efikasnost tržišta akcija u procesuiranju informacija. Kao što je već bilo reči u prethodnoj tački, inkorporacija šturih podataka i procesuiranje korisnih informacija, koje uključuje i njihovu diseminaciju, je jedna od važnih funkcija finansijskog sistema. Većina frikcija koje opstaju na finansijskim tržištima mogu se pripisati fenomenu asimetrične informisanosti učesnika. Blagovremeno javno obelodanjivanje detaljnih informacija o poslovanju i rezultatima preduzeća obezbeđuje investitorima da donose činjenično zasnovane i promišljene investicione odluke. Prema većini interpretacija²⁸, pad asimetrične informisanosti bi trebalo da vodi padu cene

²⁸ Npr. ECB (2008).

kapitala. Ne osporavajući ovaj stav u globalu, dodao bih da je možda upečatljiviji ishod rasta ravnopravnosti u informisanosti učesnika objektivizacija cene kapitala, jedna rafiniranija i korektnija gradacija cene kapitala koju će plaćati manje i više rizična preduzeća.

Jedan od načina merenja kapaciteta za procesuiranjem informacija tržišta akcija je odmeravanje sinhronizovanosti prinosa na konkretnu akciju i na celokupno tržište. Činioci koji izazivaju promenu cene akcije konkretnog preduzeća se mogu razdeliti na opšte i specifične. Opšti faktori su refleksija dominantnih tržišnih trendova, dok su specifični imanentno vezani za samo preduzeće. Ako prvi faktori dominiraju tako da kretanje cene akcije dotičnog preduzeća prati trend kretanja cena na tržištu, drugi faktori će biti u inferiornoj poziciji što znači da će neznatan biti uticaj vesti o preduzeću na tekuću cenu akcije. Interpretirano kroz predloženu meru, visoka sinhronizacija pojedinačnih prinosa na akcije sa prinosom celog tržišta ukazuje na nizak informacioni sadržaj cene akcije. Investitori na tržištu akcija onda koriste veoma malo preko potrebnih i dragocenih informacija o samim preduzećima, ponajpre zato što su im one namerno ili nenamerno uskraćene, sistemski ili ponaosob nedostupne. Visoka sinhronizacija se stoga primećuje na netransparentnim tržištima akcija, kakva imaju zemlje sa slabo razvijenim finansijskim sistemom i nižim nivoom životnog standarda merenim bruto domaćim proizvodom *per capita*. Zbog toga se visoka sinhronizovanost uobičajeno opaža u zemljama u razvoju.

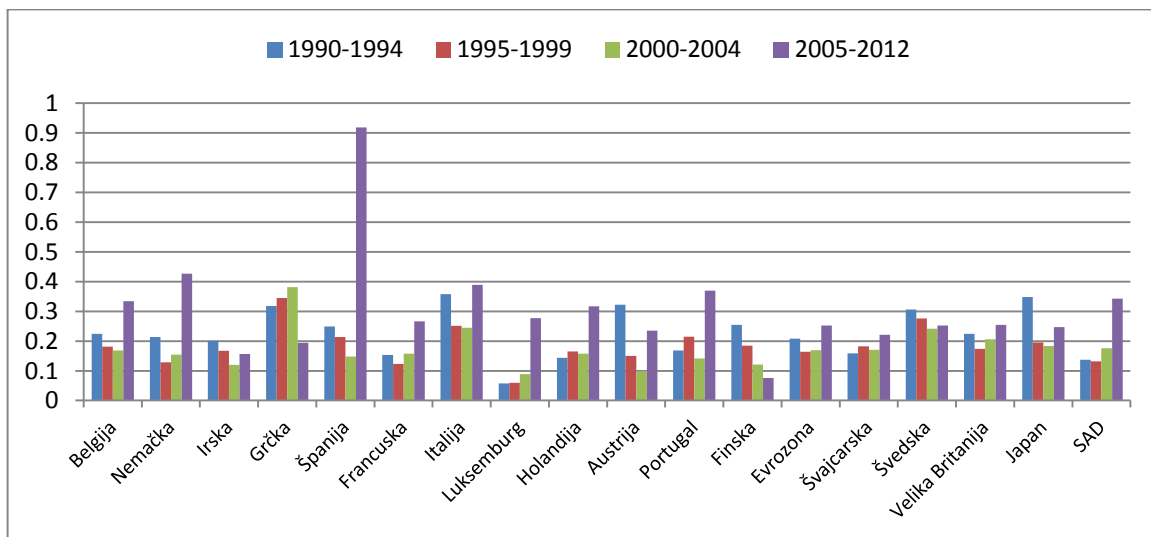
Sinhronizacija prinosa se obračunava i izražava kao koeficijent determinacije (R^2) sledeće regresione jednačine:

$$r_{ijt} = \alpha_i + \beta_1 MK_{jt} + \beta_2 EA_t + \beta_3 US_t + \beta_4 EM_t + \varepsilon_{ijt}$$

u kojoj su: r_{ijt} nedeljna stopa prinosa na akciju i u zemlji j u trenutku t , MK_{jt} prinos na lokalni (nacionalni) indeks akcija u zemlji j u trenutku t , EA_t prinos na indeks akcija u

evrozoni u trenutku t , US_t prinos na indeks akcija u SAD-u u trenutku t i EM_t prinos na indeks akcija u zemljama u razvoju u trenutku t ²⁹.

Nezavisne varijable reprezentuju sistematske promene u kretanju cena akcija na ključnim celinama globalnog finansijskog tržišta. Koeficijent determinacije izložene regresije pokazuje koji deo varijacija stope prinosa pojedinačnih akcija se može objasniti sistematskim faktorima i opštim trendom na ključnim celinama globalnog finansijskog tržišta. Kako je maksimalna vrednost koeficijenta determinacije 1, proishodi da $1-R^2$ reprezentuje prosečnu masu specifičnih informacija o samom preduzeća koja je inkorporirana u cenu akcije i objašnjava njene varijacije. Što je ova vrednost veća, informacioni sadržaj cene akcije je viši.



Slika 4: Mera efikasnosti procesuiranja informacija na tržištu akcija

Izvor: European Central Bank

Na slici 4. može se pratiti prosečna vrednost koeficijenta determinacije u četiri vremenska razdoblja. Što je vrednost R^2 viša, odnosno što je stubić na slici 4. viši, stope prinosa su sinhronizovanije i tržište akcije je manje informativno efikasno. Ovo proizvodi određene

²⁹ Korišćen je za svaku zemlju (nacionalni) Datastream Total Market Index kao lokalni indeks akcija, agregatni Datastream Total Market Index za indeks akcija u evrozoni (koji uključuje ukupno 4051 akciju), S&P 100 za indeks akcija u SAD-u i MSCI indeks za indeks akcija u zemljama u razvoju. Datastream Total Market Index za zemlje obuhvata akcije koje čine najmanje 80% tržišne kapitalizacije lokalne berze.

argumentovane reperkusije. Preduzeća čije cene akcija su manje podložne uticajima sistematskih promena investiraju efikasnije.

Durnev, Morck i Yeung (2004)³⁰ ukazuju da su cene akcija bolji prediktor budućih finansijskih rezultata preduzeća koja su aktivna u privrednim delatnostima i granama koje karakteriše niska sinhronizovanost stopa prinosa. Oni ispitivaju vezu između ekonomske efikasnosti investicija i važnosti vesti o preduzeću za varijacije prinosa akcije. Očekuje se da korporativne odluke o investiranju budu optimalnije ukoliko vrše veći uticaj na cene akcija što odgovara informativno efikasnom tržištu akcija. Finansijsko tržište onda može plodotvorno da interveniše i sankcioniše loše upravljanje preduzećem. Njihov glavni zaključak je da su korporativne investicije bolje ukomponovane sa maksimizacijom vrednosti preduzeća kada ona potiču iz delatnosti koje karakterišu veće varijacije prinosa koje se pripisuju specifičnim vestima o preduzeću³¹. Obzirom da su svoju analizu sprovedi samo na tržištu akcija u SAD-u, ona nema međunarodnu dimenziju. Sa druge strane, to im je omogućilo da prate kako dotični deo ukupnih varijacija stope prinosa varira po različitim delatnostima. Time se umesto ocene o efikasnim i neefikasnim tržištima akcija u globalu, može govoriti o njihovoj većoj ili manjoj efikasnosti kod određenih delatnosti³², što otvara novo polje istraživanja o razlozima ovih varijacija.

³⁰ Preporučuje se pogledati i Durnev, Morck, Yeung i Zarowin (2003).

³¹ Roll (1988) iznosi dijametralno različitu interpretaciju ovog fenomena, koja ima izvesnu opravdanost kada se uzme u obzir način na koji se empirijski dolazi do ocene dela varijacije stope prinosa proisteklog iz specifičnih vesti. Po njemu, supremacija ovog dela varijacije stope prinosa može biti rezultat insajderskih informacija ili pomame koja povremeno preovlađuje na finansijskom tržištu a nema osnova u konkretnim vestima.

³² Do nje se dolazi kada se utvrdi prosečna vrednost $1-R^2$, R^2 se odnosi na regresionu jednačinu koja nalikuje gore navedenoj, za sve kompanije iz određene delatnosti. Obzirom na nepoželjna statistička svojstva vrednosti $1-R^2$, kao što je ograničen interval od 0 do 1 u kome ona varira, autori u empirijskoj analizi koriste njenu logaritamsku transformaciju sledećeg oblika:

$$\psi_i = \ln\left(\frac{1 - R^2}{R^2}\right)$$

Ona ima povoljno obeležje da je:

$$\psi_i = \ln\left(\frac{1 - R^2}{R^2}\right) = \ln\left(\frac{\sigma_{\varepsilon,i}^2}{\sigma_{m,i}^2}\right) = \ln(\sigma_{\varepsilon,i}^2) - \ln(\sigma_{m,i}^2)$$

Transformisana varijabla ψ_i ima poželjnija statistička svojstva i jasnu interpretaciju. Njena viša vrednost upućuje na veću snagu dejstva specifičnih informacija u odnosu na opšte faktore na prinos akcija.

Prema njihovim nalazima, tekuće cene akcija su bliže nivoima koji su determinisani fundamentalnim faktorima na onim tržištima na kojima je veći udeo varijacija prinosa koji proishodi iz specifičnih vesti o preduzeću.

Prema slici 4, tržišta akcija u evrozoni u proseku su bila informativno efikasna kao i u SAD-u i Velikoj Britaniji. Ipak, među njima se mogu izdvojiti zemlje kod kojih je do promene cena akcija uglavnom dolazilo po osnovu promene dominantnih tržišnih trendova. To su sve do poslednjeg vremenskog razdoblja bile Grčka i Italija, zbog čega su njihova tržišta akcija smatrana slabo efikasnim. U poslednjem vremenskom razdoblju dolazi do ozbiljnih poremećaja i promena. Tržište akcija u Španiji, koje je prema razmatranom pokazatelju bilo uzorno efikasno i sa izraženom tendencijom rasta te efikasnosti, iznenađujuće postaje najneefikasnije sa svega 8% varijacija prinosa koje potiču od specifičnih informacija, a čak 92% varijacija se pripisuje delovanju opštih faktora. Rapidno pogoršanje ovog pokazatelja uočava se još i kod Belgije, Nemačke, Holandije i Portugala. Nasuprot ovim kretanjima, dolazi do neočekivanog i teško objašnjivog poboljšanja u Grčkoj. Kada bi se poslednje razdoblje razdelilo na podperiode, jasno bi se mogao uočiti uticaj dešavanja iz četvrtog kvartala 2008. godine i prvog kvartala 2009. godine, kao i događaja vezanih za krizu suverenog duga koji su se ispoljili u 2010. godini i sredinom 2011. godine. Npr. kada se uzima u obzir period 2005-2007. ispostavlja se da u Španiji specifične informacije objašnjavaju 78% ukupnih varijacija prinosa, 70% u periodu 2005-2008 i 2005-2009, 74% u periodu 2005-2010. i 50% u periodu 2005-2011. Upadljive oscilacije po identičnom kalupu kao kod Španije se primećuju, u ipak manjem stepenu, i kod drugih zemalja. Ove oscilacije, zajedno sa kontroverznim nalazima npr. da su tržišta akcija u Grčkoj i Irskoj efikasnija nego u Nemačkoj i Belgiji, su nagnali ECB da ponovo razmotri upotrebu ovog indikatora. Od 2013. god. ECB je prestala da raportira vrednost ovog indikatora.

Konceptualno, peti indikator je spregnut sa sposobnostima nacionalne ekonomije da obezbedi adekvatnu podršku novonastajućim privrednim aktivnostima i poslovnim poduhvatima koji su potencijalna osnova za fundamentalno restrukturiranje privrede.

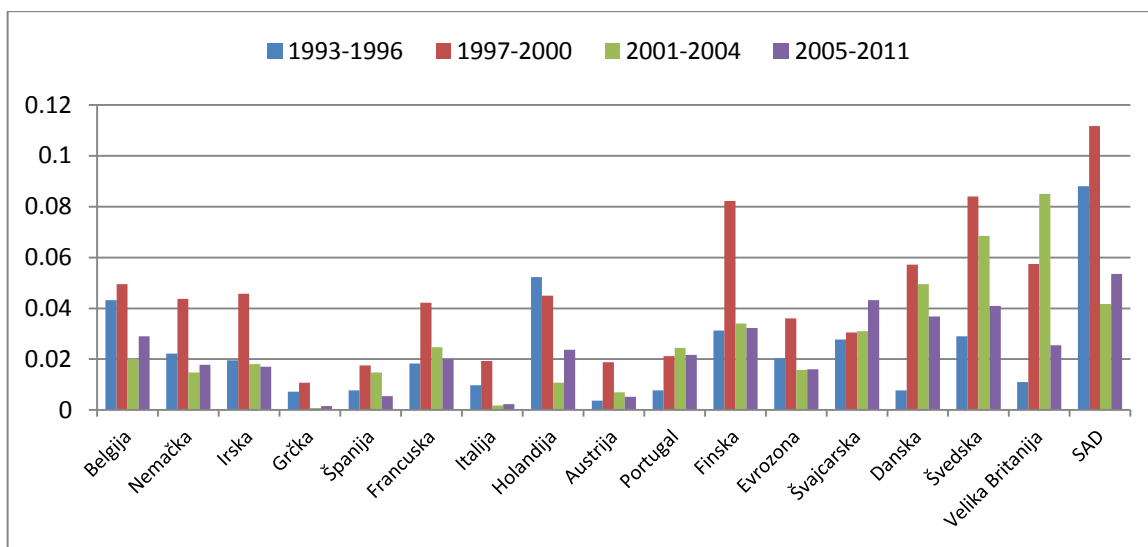
Male, mlade i inovativne kompanije³³ imaju ozbiljnih problema u privlačenju slobodnog kapitala i finansiranju investicija koje će im obezbediti ubrzan razvoj zbog visokog rizika koji im je imanentan. Njegovo prisustvo odbija od ovih preduzeća konvencionalne izvore finansiranja koji se sprovode preko finansijskih posrednika, a što dodatno pojačava odsustvo kolaterala jer ona ne poseduju imovinu koju bi založila, kao i preko finansijskih tržišta. Jedno od distinktivnih obeležja ovih kompanija je intenzivno ulaganje u istraživanje i razvoj. Zato se ove kompanije smatraju tehnološki inovativnim kompanijama čiji osnivači ispoljavaju snažan preduzetnički duh koji zaslužuje pomoć i podršku. U globalu gledano, mala i srednja preduzeća su bitna za nacionalnu ekonomiju kada se imaju u vidu novostvorena vrednost i broj zaposlenih u njima³⁴. Finansijski sistem ima sistematsko rešenje za finansiranje ovih kompanija koje je izraženo u posebnoj grupi profesionalnih investitora (*venture capitalist*) spremnih da ulože kapital u ovakve kompanije u nadi da će one uspeti da finalizuju svoju izvornu poslovnu zamisao i izađu na finansijsku berzu. Oni stiču značajan vlasnički udeo u kompaniji koja se nalazi u ranim fazama razvoja što im pruža podsticaj da sprovode aktivnosti praćenja poslovanja i realizacije poslovnih planova. Ovaj insajderski uvid u poslovanje im omogućava minimalizaciju svih problema koji proističu iz asimetrične informisanosti. Kao iskusni investitori, oni mogu preuzeti i zadatak upravljanja kompanijom u ulozi menadžera, što povećava izgleda za opstanak i uspeh kompanije.

Kvantum ulaganja dotične grupe investitora izražen relativno u odnosu na veličinu GDP-a predstavlja peti indikator. On je dat na slici 5. za različita vremenska razdoblja. Veće relativno učešće ovih ulaganja upućuje na veću raspoloživost finansiranja kompanijama u ranim fazama razvoja, što podrazumeva da će veći broj ovih kompanija zaista i dobiti priliku da se tržišno afirmišu i postavi svoje poslovanje na održivim osnovama, sa pratećim pozitivnim efektima na nivo konkurencije i privredni rast. Velika Britanija i SAD imaju znatno veću vrednost ovog indikatora u odnosu na prosek evrozona u svim

³³ One se definišu kao kompanije koje su aktivne u delatnostima u kojima u proseku više od 2% ukupnih prihoda odlazi na finansiranje istraživanja i razvoja (hemijska industrija, automobilska industrija, proizvodnja komunikacione opreme itd.), koje u svom bilansu stanja imaju evidentiranu nematerijalnu imovinu (npr. patenti, licence) i koje su osnovane pre najviše 8 godina. U najvećem broju slučajeva, prema kriterijumima koji su usvojeni, one spadaju u kategoriju malih i srednjih preduzeća.

³⁴ Prema podacima ECB u evrozoni 60% novostvorene vrednosti potiče od malih i srednjih preduzeća, koja uz to zapošljavaju 72% radne snage.

razdobljima. Situacija po zemljama evrozona varira, pri čemu je ona bila povoljnija u 1990-im nego u 2000-im koje su obeležene stagnacijom. Interesantno je da su Danska i Švedska, koje se nalaze van evrozona, imale sasvim respektabilnu vrednost ovog indikatora, tako da se zemlje EU koje nisu usvojile zajedničku valutu kotiraju bolje. Hronično niska vrednost ovog indikatora se primećuje u Grčkoj, Španiji, Italiji i Austriji.



Slika 5: Veličina kapitala uloženog u finansiranje inovativnih kompanija kao % BDP-a

Izvor: European Central Bank

Svi podaci jasno ukazuju da je kvantum riziko kapitala koji plasiraju posebni profesionalni investitori u evrozoni skroman i ograničen, sa izuzetkom Finske, i da je ovaj segment finansijskog sistema na rudimentarnom nivou razvoja. Razlozi ovakvog stanja su višestruki. Među njima se izdvaja nepostojanje izdvojenog segmenta na tržištu akcija na kome bi se obavljala inicijalna javna ponuda akcija mladih i inovativnih kompanija, kao krajnji cilj dotičnih investitora koji im omogućava da kapitalizuju svoja ulaganja, kao i njihovo sekundarno trgovanje. Bez postojanja ovog tržišta, aktivnost ovih investitora je obesmišljena. Londonska berza se etablirala kao glavno izlazno tržište za ove kompanije, ali bi doprinos drugih nacionalnih berzi u ovom smislu bio takođe poželjan. Važnu ulogu na ovom izlaznom tržištu u ulozi kupaca mogu da odigraju institucionalni investitori - penzioni fondovi i osiguravajuće kompanije, što bi podstaklo

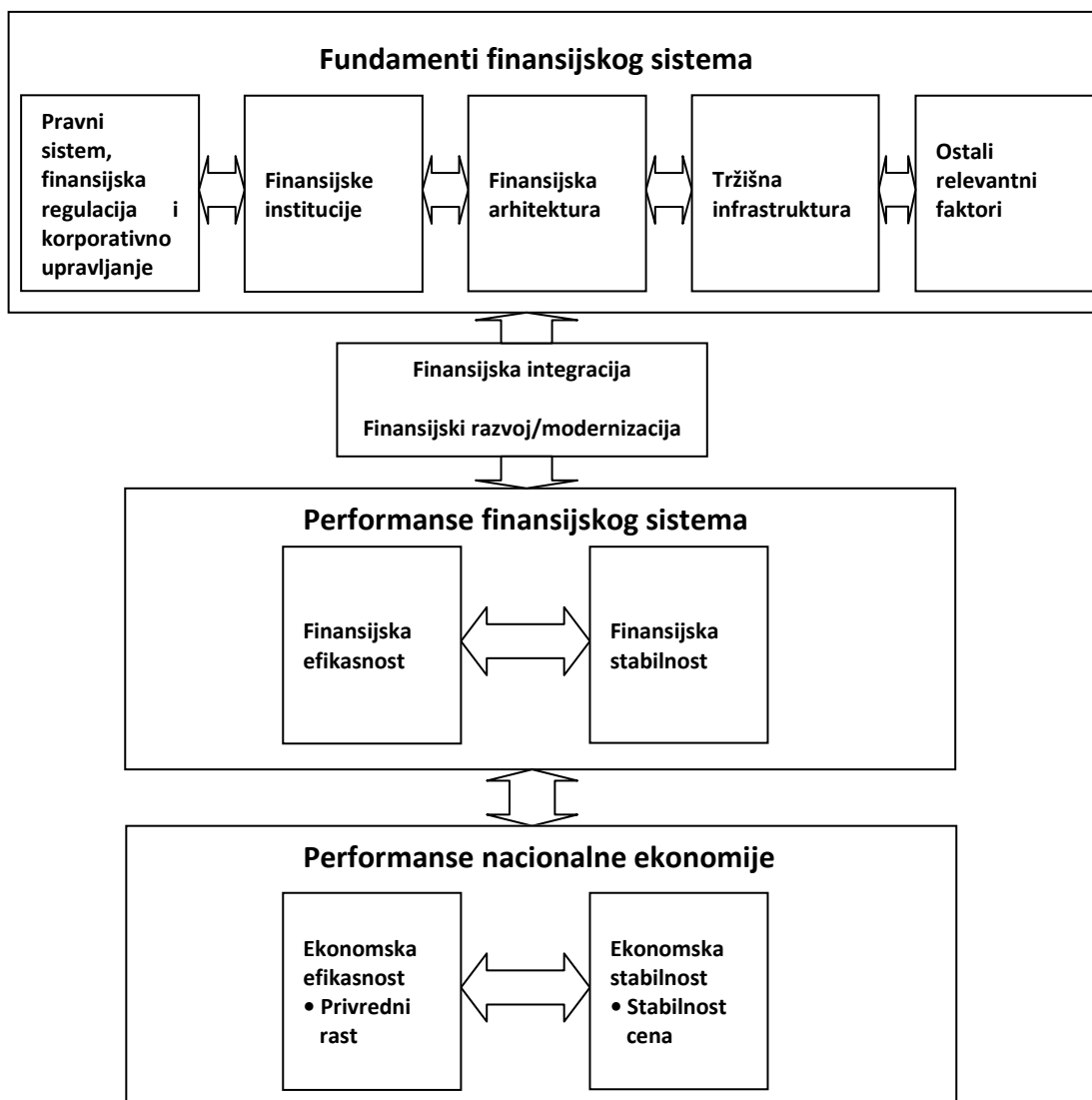
investitore riziko kapitala da uvećaju svoje plasmane. Rastuća uloga institucionalnih investitora pak zavisi od relaksacije propisa o dozvoljenim investicionim ulaganjima. Paradoksalno, deo krivice za nizak kvantum efektivno angažovanog riziko kapitala nosi nedovoljna tražnja za njim, odnosno relativno ograničen broj kompanija u ranim fazama razvoja koje aktivno tragaju za nedostajućim kapitalom za razvoj.

Ovakvo stanje pogoduje velikim evropskim etabliranim kompanijama koje nemaju dostojnu konkurenciju koja bi im mogla parirati u vidu malih i novih kompanija. Na listi 500 najvećih svetskih kompanija časopisa Fortune nalazi se 29 evropskih kompanija starijih od 200 godina i svega 12 koje su osnovane u drugoj polovini XX veka, dok za američke kompanije ti brojevi iznose 9 i 51, respektivno. Kada se uzme u obzir broj kompanija koje su rangirane na dotičnoj listi a osnovane su u eri kompjuterske i internet revolucije - posle 1975. god, onda se dolazi do 26 američkih i svega 3 evropske kompanije³⁵. Direktnija i efektnija podrška malim i novim kompanijama, koja između ostalog obuhvata jačanje i ekspaniranje tržišta riziko kapitala, bi sigurno dovela do pomeranja na listi u njihovu korist.

1.5.2. Konceptualna veza finansijskog sistema, finansijskog razvoja i finansijske integracije

Hartmann et al. (2007) izlažu zanimljivu šemu koja uvodi koncepte finansijskog razvoja i finansijske integracije u okvir koji objašnjava fundamente i efekte funkcionisanja finansijskog sistema koji proishode iz njegove relacije sa privrednim sistemom jedne zemlje. Kompletna šema je prikazana na slici 6.

³⁵ ECB (2007) i Philippon i Véron (2008).



Slika 6: Šematski prikaz delovanja finansijske integracije i finansijskog razvoja unutar finansijskog sistema

Izvor: Hartmann et al. (2007)

Iz izložene šeme može se izvući nekoliko vrednih zapažanja. Performanse finansijskog sistema su uslovljene stanjem njegovih fundamenata, pri čemu one definišu srednji sloj a fundamenti gornji sloj u šemi. Pod fundamentima se podrazumevaju činioci čija promena zahteva vreme, a koji visoko utiču na dotične performanse. Spora evolucija ovih elemenata ukazuje na dugotrajnost procesa čiji je krajnji cilj popravljjanje performansi finansijskog sistema. Fundamenti su razvrstani u 5 klasa. U prvu klasu spadaju opšte odlike pravnog sistema, karakter legislative kojom se reguliše finansijski sektor i kvalitet korporativnog upravljanja i kontrole. Drugu klasu čine tipovi finansijskih institucija koje

su pružaoci raznolikih finansijskih usluga i preko kojih se odvijaju finansijski tokovi u zemlji. Finansijska arhitektura podrazumeva konkretan balans moći i uticaja u finansijskom sistemu koji su uobičajeno raspodeljeni između tržišta kapitala i određenog tipa finansijskih institucija, gde se prvenstveno u vidu imaju banke. Tržišna infrastruktura podrazumeva svu aparaturu koja je nužna za obavljanje finansijskih transakcija, kao što je sistem platnog prometa u zemlji ili klirinška kuća na berzama. Nepouzdan sistem platnog prometa negativno utiče na troškove razmene roba i usluga, ali otežava i upravljanje likvidnošću u finansijskim institucijama što se negativno odražava na performanse finansijskog sistema. Neefikasne klirinške kuće sputavaju razvoj tržišta kapitala čineći razmenu hartija od vrednosti sporom i nesigurnom. Konačno, u ostale relevantne faktore se ubrajaju odlike društvenog sistema kao što su zaštita osnovnih sloboda, društveni običaji ili tip političkog sistema.

Evoluciju i interakciju fundamenata podstiču procesi finansijske integracije i finansijskog razvoja koji su povezani sa performansama finansijskog sistema. Posmatraju se dve osnovne dimenzije performansi, efikasnost i stabilnost. Efikasnost finansijskog sistema se vezuje za njegovu efikasnost u alokaciji kapitala na konkurentne projekte i upotrebe, tako da raspoloživi kapital bude alociran na najbolje investicione projekte po najnižim mogućim troškovima. Ovo je često citirana, ali empirijski slabo potkrepljena funkcija finansijskog sistema. Wurgler (2000) je sproveo istraživanje utemeljeno na ideji da bi finansijski sistemi na višem nivou razvoja morali podsticati više investicija u rastuće privredne sektore i redukovati investicije u opadajuće privredne sektore. Proveru svoje ideje Wurgler je izvršio analizirajući koeficijent elastičnosti investicija u odnosu na dodatu vrednost. Pozitivna vrednost koeficijenta bi ukazivala da investicije rastu u privrednim sektorima koji beleže rast dodate vrednosti, odnosno da se smanjuju kod sektora koji beleže negativan trend u kretanju dodate vrednosti; dok njegova veličina ukazuje na to koliko u procentima iznosi rast investicija za 1%-ntno povećanje dodate vrednosti, pri čemu je veća vrednost koeficijenta poželjnija. U principu, to znači da investicije intenzivnije reaguju na promenu dodate vrednosti. Da je kojim slučajem vrednost ovog koeficijenta negativna, to bi impliciralo da rastu investicije u onim sektorima čija dodata vrednost beleži pad, što se nikako ne može oceniti investicionom

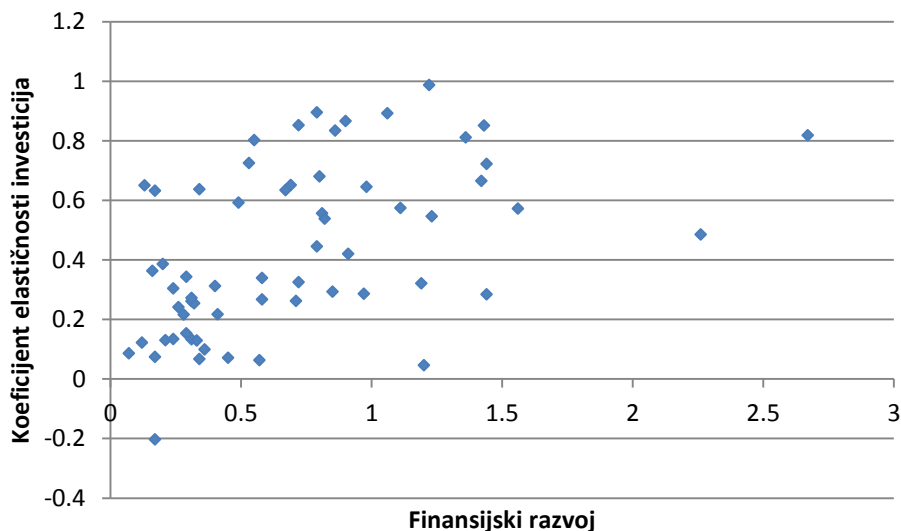
politikom koja vodi optimalnoj strukturi investicija za jednu zemlju. Pod pretpostavkom da je vrednost koeficijenta jednaka nuli moglo bi se konstatovati da razvojne mogućnosti sektora nemaju uticaj na nivo investicija koga opredeljuju neki drugi faktori.

Za potrebe međunarodne komparacije Wurgler je utvrdio koeficijente elastičnosti po zemljama. Prema njegovom proračunu hipotetički godišnji rast dodate vrednosti od 10% u jednom sektoru će biti, u proseku, praćen rastom investicija u taj sektor od 9,8% u Nemačkoj, a svega 1% u Indiji. Niska vrednost koeficijenta elastičnosti u Indiji u odnosu na Nemačku bi se mogla interpretirati kao signal da se u Indiji prekomerno investira u opadajuće sektore, jer bi pad dodate vrednosti od 10% u jednom sektoru doveo do kontrakcije investicija od svega 1%, a nedovoljno u rastuće. U narednom koraku bilo je neophodno izneti obrazloženje razlika u koeficijentima elastičnosti investicija među zemljama, pri čemu je fokus bio na efikasnosti finansijskog sistema.

Tvrdnju da je razvijenost finansijskog sistema relevantna za alokaciju kapitala moguće je sada proveriti ukrštanjem indikatora finansijskog razvoja³⁶ i koeficijenta elastičnosti za analizirane zemlje. Na slici 7. tačkama su predstavljene kombinacije indikatora finansijskog razvoja i koeficijenata elastičnosti po zemljama. Može se uočiti da postoji pozitivna korelacija između dve posmatrane varijable koja uzima vrednost 0,554. Ova korelacija potvrđuje da zemlje sa višim nivoom finansijskog razvoja obezbeđuju komparativnu prednost brzorastućim sektorima time što ubrzavaju intersektorsku realokaciju kapitala³⁷. Brži rast investicija u ovim sektorima omogućava im da iskoriste investicione mogućnosti koje se aproksimiraju rastom njihove dodate vrednosti.

³⁶ Razmatranje indikatora finansijskog razvoja je detaljno sprovedeno u podtački 1.5.1. rada. Indikator finansijskog razvoja koji je korišćen u komentarisanim radu je odnos zbira kapitalizacije tržišta akcija i ukupnih domaćih kreditnih potraživanja; i bruto domaćeg proizvoda. U načelu, najveći deo indikatora finansijskog razvoja se dobija kao proporcija određenih veličina.

³⁷ Inspiraciju za ovu intuitivnu proveru uticaja finansijskog sistema Wurgler je pronašao u Tobinovom q koeficijentu. Q koeficijent se dobija kao odnos tržišne vrednosti preduzeća, određene cenom akcije i brojem izdatih akcija preduzeća, i vrednosti njegove imovine. Kada uzima vrednost veću od jedan, što se dešava kada tržišna vrednost preduzeća prevazilazi troškove zamene njegove imovine, savetuje se da takva preduzeća preduzmu realizaciju investicija u proširenje kapaciteta i kupovinu opreme. Konkretnije gledano, da se analizirano preduzeće danas nalazi u poziciji da kupi svu imovinu kojom trenutno raspolaže i da u te svrhe emituje akcije i prodaje ih po tekućoj tržišnoj ceni, suma novca pribavljenog emisijom akcija bi bila veća od troškova nabavke celokupne imovine, što znači da bi preduzeću ostao višak novca. Suprotno tome, preduzećima sa vrednošću q koeficijenta manjom od jedan suma prikupljena emisijom akcija ne bi bila



Slika 7: Veza između nivoa finansijskog razvoja i koeficijenta elastičnosti investicija u odnosu na dodatu vrednost

Izvor: Wurgler (2000)

Druga dimenzija performansi finansijskog sistema - stabilnost finansijskog sistema - oslikava njegovu sposobnost da podnese ekstremno negativne uticaje iz okruženja, ali možda i važnije od toga da spreči nastajanje i narastanje neravnoteža u finansijskom sistemu koje mogu vršiti nepovoljan uticaj na njegove fundamentalne funkcije. Hartman et al. ističu analogiju između finansijske efikasnosti i finansijske stabilnosti, i efikasnosti i stabilnosti ravnoteže u ekonomskom sistemu koju naglašava ekonomska teorija. Dvosmerna strelica između njih na slici 6. ukazuje na uzajamni uticaj koji finansijska efikasnost i stabilnost vrše jedna na drugu. Finansijska nestabilnost manifestovana u epizodama finansijskih kriza ima moć da znatno naruši finansijsku efikasnost. Nasuprot tome, kao pozitivan primer može se istaći da finansijska efikasnost kroz ispravnu selekciju investicionih projekata učvršćuje finansijsku stabilnost, posmatrano na dugi rok. U kratkom roku moguć je negativan uticaj finansijske efikasnosti na stabilnost. Ovo se dešava u periodima intenzivne modernizacije finansijskog sistema koja za rezultat ima podizanje njegove efikasnosti, a zbog perioda učenja i privikavanja na finansijske

dovoljna da zanove celokupnu imovinu. Zato se takvim preduzećima sugerše odustajanje od investicija. Pozitivna linearna veza između kapitalnih investicija i Tobinovog q je empirijski potvrđena na nivou pojedinačnih preduzeća, ali i čitavih privrednih sektora. Što je veće Tobinovo q za određeni sektor, to su bolji izgledi za rast datog sektora i više bi se trebalo investirati u njega.

inovacije od strane tržišnih učesnika neki od njih će biti izloženi gubicima koji mogu inicirati finansijsku nestabilnost. U dugom roku pak, pozitivni efekti finansijskih inovacija preovlađuju nad kratkoročnim nepovoljnim posledicama.

Poslednji donji sloj na slici 6. ukazuje da performanse finansijskog sistema imaju svojstvo fundamenta krajnjih performansi nacionalne ekonomije. Ova relacija je pažljivo ispitivana u brojnim radovima u kojima su izneti mnogi čvrsti argumenti u njen prilog. Deo tih radova biće izložen i komentarisani u nastavku teksta. Kao i kod finansijskog sistema i ovde su izdvojene dve dimenzije performansi. Visoka ekonomska efikasnost se ispoljava kroz visoku produktivnost i stope privrednog rasta, dok se ekonomska stabilnost sagledava kroz stabilnost cena u nacionalnoj ekonomiji. Osnovna pouka odnosa između srednjeg i donjeg sloja na slici 6. jeste da se poboljšanjima i napretkom u funkcionisanju finansijskog sistema bitno doprinosi unapređenju performansi nacionalne ekonomije. U svemu tome važno mesto zauzimaju procesi finansijske integracije i finansijskog razvoja.

1.5.3. Sastavni elementi teorije privrednog rasta i razvoja

Materijalno blagostanje društva zavisi od njegove sposobnosti da proizvede što više dobara i usluga sa oskudnim resursima kojima raspolaže. Uspešna i srećna društva su ona kojima to polazi za rukom bolje nego nekim drugima i koja brže uvećavaju svoje proizvodne mogućnosti. Pojava makroekonomije kao ogranka unutar ekonomske nauke je plod važnosti koju su ekonomisti pripisali ispitivanju razloga većeg materijalnog bogatstva koje vodi višem životnom standardu građana. Razlozi su brojni, a kada bismo razloge preveli u faktore dobili bi determinante privrednog rasta i razvoja koje se mere u desetinama. Ekonomska teorija je nastojala i uspela da pruži dublji uvid u ovo važno pitanje, a odabrani rezultati će biti izloženi u nastavku.

Agregirajući i sublimirajući faktore koji determinišu privredni rast, ekonomska teorija je u prvi plan istakla dva faktora proizvodnje - rad i kapital. Najpriznatiji model privrednog

rasta danas je model koji je izložio Robert Solow³⁸. Ovaj model čini jezgro detaljnijih modela koji su se tokom godina pojavljivali, a razvijani su od strane neoklasičnih ekonomista. Proizvodna funkcija u tom modelu ima sledeću formu³⁹:

$$\frac{Y}{L} = \left(\frac{K}{L}\right)^{\alpha} (E)^{1-\alpha}$$

Ključna varijabla u modelu je nivo proizvodnje po zaposlenom (Y/L), kao približna mera životnog standarda. Dugoročni ekonomski rast u jednom društvu se ispoljava kao kontinuelni i značajni rast nivoa proizvodnje po zaposlenom. Efikasnost rada (E) pokazuje koliko su zaposleni u stanju, na osnovu veština i znanja koje poseduju, a koje se stiču obrazovanjem, da efikasno koriste dostupnu tehnologiju i koliko je tome prilagođena organizacija rada. Kapitalna opremljenost rada (K/L) pokazuje na koliko proizvodnih fondova prosečan zaposleni može računati u obavljanju svojih radnih aktivnosti. Što je kapitalna opremljenost rada veća, veća će biti i produktivnost zaposlenih.

Osnovno u svakom ekonomskom modelu je pronaći njegovu ravnotežu, odnosno uslov ravnoteže. Po prirodi, sistem bi se morao nalaziti u ravnoteži, preciznije samo jednom ili jednom od nekoliko ravnotežnih stanja ukoliko ona postoje, ili težiti ka njoj određenom brzinom. Uslov ravnoteže u Solow-ljevom modelu je da sve tri veličine iz proizvodne funkcije rastu po istoj stopi, zbog čega se ravnoteža naziva još i ravnotežom ujednačenog rasta (*balanced-growth equilibrium*). Posledično, postojaće i više ravnotežnih stanja, a svakom od njih odgovaraće posebna putanja uravnoteženog rasta (*balanced-growth path*). Posledica uslova ravnoteže je da će kapitalni koeficijent (K/Y) biti konstantan, tako da će kvantum proizvodnih fondova koji se koristi za proizvodnju jedne jedinice outputa biti uvek isti.

³⁸ Solow (1956). Kao nagrada za posvećenost razvoju teorije privrednog rasta i postignute rezultate Solow-u je dodeljena Nobelova nagrada za ekonomiju 1987. godine.

³⁹ Alternativno, proizvodna funkcija može da se izrazi tako da se kao ključna varijabla pojavljuje samostalno nivo proizvodnje, umesto nivoa proizvodnje po zaposlenom. U tom slučaju bi pomnožili gornju jednačinu sa brojem zaposlenih (L) i dobili $Y=(K)^{\alpha}(LE)^{1-\alpha}$.

Forma proizvodne funkcije se može prilagoditi tako da u njoj umesto kapitalne opremljenosti rada figurira kapitalni koeficijent:

$$\frac{Y}{L} = \left(\frac{K}{Y} \frac{Y}{L} \right)^\alpha (E)^{1-\alpha}$$

$$\frac{Y}{L} = \left(\frac{K}{Y} \right)^\alpha \left(\frac{Y}{L} \right)^\alpha (E)^{1-\alpha}$$

$$\frac{Y/L}{(Y/L)^\alpha} = \left(\frac{K}{Y} \right)^\alpha (E)^{1-\alpha}$$

Stavljajući obe strane jednačine pod kvadratni koren $\sqrt{1-\alpha}$ dobija se:

$$\frac{Y}{L} = \left(\frac{K}{Y} \right)^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} E$$

Ako smo kao uslov ravnoteže markirali konstantnost kapitalnog koeficijenta, onda nas zanima koja je to konkretna vrednost po dostizanju koje se kapitalni koeficijent više neće menjati. Sa protekom vremena vrednost proizvodnih fondova raste kao posledica investicija, ali se smanjuje po osnovu trošenja kapitalnih dobara u procesu proizvodnje i po osnovu njihovog zastarevanja. Zato možemo reći da je vrednost proizvodnih fondova u narednoj godini (K_{t+1}) jednaka njihovoj tekućoj vrednosti (K_t) korigovanoj za investicije i depresijaciju.

$$K_{t+1} = K_t + \text{Investicije} - \text{Depresijacija}$$

$$K_{t+1} = K_t + sY_t - \delta K_t$$

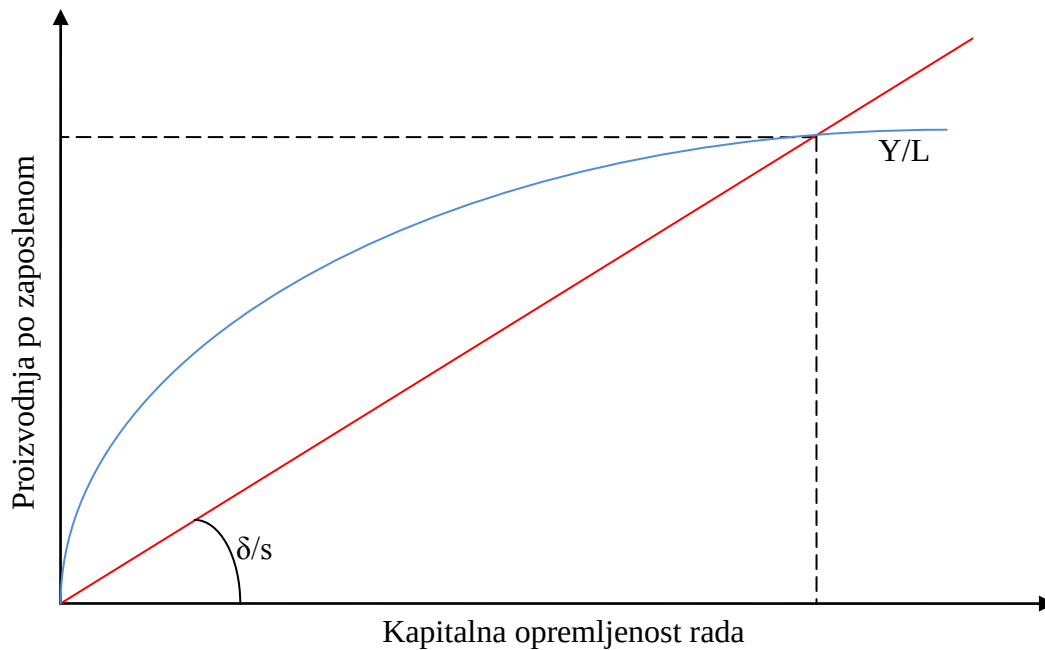
Uzima se da je kompletna štednja na nivou privrede, a sačinjena od štednje domaćinstava, vlade i inostrane štednje plasirane u domaću zemlju; jednaka ukupnim investicijama i da čini fiksni postotak (s) bruto domaćeg proizvoda. Pad u vrednosti proizvodnih fondova je

jednak umnošku parametra δ i njihove tekuće vrednosti. Iz gornje relacije proizlazi da se vrednost proizvodnih fondova ne menja kada su investicije (sY_t) jednake njihovoj depresijaciji (δK_t). Na osnovu toga dolazimo do izraza:

$$\frac{K_t}{Y_t} = \frac{s}{\delta}$$

koji nam kazuje konkretnu vrednost kojoj kapitalni koeficijent teži u veoma dugom roku i koja je ravnotežni uslov specijalnog slučaja Solow-ljevog modela u kome se apstrahuje povećanje radne snage i efikasnosti rada. Pre nego što kapitalni koeficijent u dugom roku dostigne ovu referentnu vrednost definisanu količnikom stope štednje i stope depresijacije (s/δ) on će uzimati druge vrednosti koje mogu biti manje ili veće od nje. Ako se desi da je kapitalni koeficijent niži od referentne vrednosti iz tog proizlazi da je depresijacija manja od investicija, pa će vrednost proizvodnih fondova rasti a sa njom i kapitalni koeficijent. U obratnom slučaju u kome je kapitalni koeficijent veći od referentne vrednosti, investicije su manje od depresijacije što će dovesti do pada vrednosti proizvodnih fondova koji će pratiti i pad kapitalnog koeficijenta. U oba ova slučaja korekcija kapitalnog koeficijenta se vrši do nivoa na kom se on izjednačava sa količnikom s/δ . Ovo razmatranje se može i grafički predstaviti. Na slici 8. plava kriva predstavlja proizvodnju po zaposlenom kao funkciju kapitalne opremljenosti rada za konstantnu vrednost efikasnosti rada i parametra α , odnosno krivu proizvodne funkcije, a crvena linija koja polazi iz koordinatnog početka ima konstantan nagib Y/K koji je jednak δ/s , odnosno recipročnoj vrednosti količnika s/δ . U tački u kojoj je nagib proizvodne funkcije jednak nagibu crvene linije postignuta je ravnoteža. To je tačka preseka krive proizvodne funkcije i prave povučene iz koordinatnog početka čije koordinate predstavljaju ravnotežne nivoe proizvodnje po zaposlenom i kapitalne opremljenosti rada. Da se na plavoj krivi nalazimo ulevo u odnosu na tačku preseka, to bi značilo da je kapitalni koeficijent manji od količnika s/δ , zbog čega bi došlo do rasta vrednosti proizvodnih fondova i kapitalne opremljenosti rada koja bi podigla nivo proizvodnje po zaposlenom. Privreda koja se na plavoj liniji nalazi udesno u odnosu na tačku preseka ima i kapitalni koeficijent koji je veći od količnika s/δ , zbog čega se smanjuje vrednost

proizvodnih fondova i kapitalna opremljenost rada što spušta nivo proizvodnje po zaposlenom.



Slika 8: Određivanje ravnotežne vrednosti kapitalnog koeficijenta u Solow-ljevom modelu

Sva ova razmatranja su izvedena na osnovu prihvatanja ograničavajućih pretpostavki da se broj zaposlenih i efikasnost rada ne menjaju, što se ne može prihvatiti kao verodostojan opis stvarnosti. Ako umesto toga prihvatimo da oni rastu tokom vremena po konstantnim stopama n (radna snaga) i g (efikasnost rada), onda će ravnotežni kapitalni koeficijent uzimati vrednost:

$$\frac{K_t}{Y_t} = \frac{s}{n + g + \delta}$$

Uslov ravnoteže nije fundamentalno promenjen jer se i dalje radi o konstantnoj vrednosti kapitalnog koeficijenta. Jedino što se menja jeste njegova konkretna cifarska vrednost. Investicije sada moraju da pokriju ne samo nadoknadu izgubljene vrednosti proizvodnih fondova (δK_t), već i opremanje prirasta broja zaposlenih sa kapitalnim dobrima (nK_t) kao

i rast proizvodnih fondova kako bi oni držali korak sa raču efikasnosti rada $(gK_t)^{40}$. Koristeći formu proizvodne funkcije u kojoj figurira kapitalni koeficijent:

$$\frac{Y}{L} = \left(\frac{K}{Y}\right)^{\frac{\alpha}{1-\alpha}} E$$

i polazeći od uslova da je kapitalni koeficijent konstantan, što znači da je njegova stopa rasta jednaka nuli, a da efikasnost rada raste po stopi g onda po istoj stopi mora rasti i proizvodnja po zaposlenom. Iz tog dalje proizlazi da će bruto domaći proizvod rasti po stopi po kojoj raste proizvod $\frac{Y}{L}$, odnosno po stopi $n + g$. Po stopi $n + g$ mora rasti i vrednost kapitalnih fondova kako bi kapitalni koeficijent ostao konstantan. Na kraju dolazimo do toga da je stopa rasta $\frac{K}{L}$ jednaka razlici između stopa $n + g$ i n što je g , čime se postiže jednakost sve tri relevantne stope i privreda se tada nalazi na svojoj putanji uravnoteženog rasta.

Na sličan način na koji smo razmatrali tri moguća odnosa kapitalnog koeficijenta i referentne vrednosti u varijanti modela sa ograničavajućim pretpostavkama

$$\frac{K_t}{Y_t} \begin{matrix} < \\ = \\ > \end{matrix} \frac{s}{n + g + \delta}$$

i ovde možemo sprovesti analizu onoga što bi se desilo u privredi. Da je kapitalni koeficijent manji od $\frac{s}{n+g+\delta}$, onda bi $(n + g + \delta)K$ bilo manje od ukupnih investicija sY . Investicije koje se realizuju u privredi bi više nego nadoknadile sumu tri investicione potrebe koje su oličene stopama rasta n , g i δ , a stopa rasta proizvodnih fondova bi bila veća od $n + g$. Ako znamo da je stopa rasta bruto domaćeg proizvoda $n + g$ rezultat bi bio rast kapitalnog koeficijenta do nivoa definisanog referentnom vrednošću $\frac{s}{n+g+\delta}$.

⁴⁰ Važno je još jednom naglasiti da ravnoteža ujednačenog rasta (*balanced-growth equilibrium*) podrazumeva da proizvodnja po zaposlenom, kapitalna opremljenost rada i efikasnost rada rastu po istoj stopi. Pa ako pretpostavimo da efikasnost rada raste po stopi g , onda znamo i po kojoj stopi će rasti proizvodnja po zaposlenom i kapitalna opremljenost rada kada privreda stigne u stanje svoje ravnoteže.

Da je kapitalni koeficijent veći od $\frac{s}{n+g+\delta}$ ukupne investicije sY bi bile nedovoljne da pokriju sva tri tipa investicionih potreba i rast proizvodnih fondova bi se realizovao po stopi manjoj od $n + g$. Zbog niže stope rasta proizvodnih fondova u odnosu na bruto domaći proizvod kapitalni koeficijent bi se smanjio. Ovi procesi potvrđuju da ekonomski sistem i kada se ne nalazi u ravnoteži njoj stremi, a kada se ona jednom postigne privreda će se kretati duž svoje putanje uravnoteženog rasta.

Grafički prikaz ovog realističnijeg modela je istovetan slici 8, ali uz jednu malu razliku. Nagib prave koja je povučena iz koordinatnog početka, i koja geometrijski predstavlja jedan od radijus vektora proizvodne funkcije, sada je jednak $\frac{n+g+\delta}{s}$ a ne $\frac{\delta}{s}$ kao u prostijem modelu.

Proces u kome se kapitalni koeficijent približava svojoj stabilnoj i konstantnoj referentnoj vrednosti naziva se procesom konvergencije u literaturi posvećenoj privrednom rastu. Za okončanje ovog procesa potrebne su decenije, pa on danas karakteriše virtuelno sve svetske privrede. Ali neće sve privrede jednako brzo uspeti da dosegnu svoju posebnu putanju uravnoteženog rasta, duž koje bi predvidivo trebale da se kreću u budućem vremenu i privedu tako kraju proces konvergencije, niti će pak uspeti da se održe na njoj. Tempo procesa konvergencije varira među zemljama, a njegovo odvijanje dodatno komplikuje činjenica da se sa promenom parametara s, n, g i δ , za koje smo do sada pretpostavljali da su konstantni, menja i referentna vrednost kapitalnog koeficijenta. Na primer, trajno povećanje stope rasta radne snage bi snizilo ravnotežnu vrednost kapitalnog koeficijenta koja je određena izrazom $\frac{s}{n+g+\delta}$. Grafički gledano, nagib prave povučene iz koordinatnog početka bi se povećao pa bi se ona rotirala na levu stranu nakon čega bismo dobili novu tačku preseka sa postojećom krivom proizvodne funkcije iz čega proishodi novi niži dugoročni ravnotežni nivo proizvodnje po zaposlenom. Ovaj prelazak sa tekuće putanje ravnotežnog rasta, što znači da smo pretpostavili da se posmatrana privreda nalazila u datom trenutku u stanju ravnoteže, na novu putanju uravnoteženog rasta na kojoj se nalazi novi niži dugoročni ravnotežni nivo proizvodnje

znači iniciranje procesa konvergencije. Prema tome, neće doći do promptnog pada nivoa proizvodnje po zaposlenom već će se pokrenuti dugotrajan proces približavanja novoj ravnotežnoj vrednosti.

Ipak, najčešći razlog promene vrednosti izraza $\frac{s}{n+g+\delta}$ je promena njegovog brojioca. Iz različitih razloga štednja domaćinstava i vlade kao i inostrana štednja plasirana u domaću zemlju pokazuju veliki stepen varijabiliteta, koji se dalje prenosi na variranje kvantuma investicija. Pri takvim okolnostima postaje neizvesno koliki će biti rast vrednosti proizvodnih fondova, odnosno akumulacija kapitala, i da li će ga uopšte biti. Trajni rast stope štednje proizvodi rast kapitalnog koeficijenta i rotiranje udesno prave povučene iz koordinatnog početka koja reprezentuje novu putanju uravnoteženog rasta. Ova putanja je refleksija veće produktivnosti i rasta životnog standarda koji u budućnosti očekuju dotičnu privredu. Rast stope štednje je veoma delotvoran način postizanja većeg ekonomskog prosperiteta u zemlji posebno u manje razvijenim zemljama.

Po Solow-ljevom modelu daleko najvredniji uticaj na dugoročni nivo proizvodnje po zaposlenom koji odgovara putanji uravnoteženog rasta ostvaruje promena efikasnosti rada. Rast efikasnosti rada je apsolutno presudan za održiv rast proizvodnje po zaposlenom. Stopa rasta nivoa proizvodnje po zaposlenom se može permanentno promeniti ako i samo ako se promeni stopa rasta efikasnosti rada g . Kontinuelan rast efikasnosti rada u vremenu po stopi g inicira kontinuelnu promenu u nivou proizvodnje po zaposlenom po istoj stopi g . Posledično, privreda će duž putanje uravnoteženog rasta napredovati po stopi koju determiniše promena efikasnosti rada. Za razliku od efikasnosti rada uticaj promene stope štednje, stope rasta radne snage i stope depresijacije na stopu rasta nivoa proizvodnje po zaposlenom je samo privremen, jer jednom kada se privreda nađe na putanji uravnoteženog rasta ona će rasti po stopi rasta efikasnosti kapitala. Rast stope štednje, pad stopa rasta radne snage i depresijacije će povećati nivo proizvodnje po zaposlenom i doprineti skoku njegove stope rasta. Ubrzani rast nivoa proizvodnje po zaposlenom će skratiti vreme potrebno privredi da uđe u novo stanje ravnoteže u kojem se iscrpljuju uticaji dotičnih stopa. Zato je njihov uticaj na stopu rasta nivoa proizvodnje po zaposlenom ograničen na vremensko trajanje procesa konvergencije.

Rezime Solow-ljevog modela je neophodan kako bi se jasnije mogao razumeti uticaj finansijskog razvoja i finansijske integracije na privredni rast. Nešto kompletnija varijanta modela je ona koja uključuje tehnički progres i ona uzima sledeću formu⁴¹:

$$\frac{Y}{L} = A \left(\frac{K}{L} \right)^{\alpha} (E)^{1-\alpha}$$

Tehnički progres (A) pokriva onaj deo rasta proizvodnje po zaposlenom koji se ne može direktno pripisati faktorima proizvodnje, odnosno rastu proizvodnih fondova i obrazovanju zaposlenih. Često se naziva Solow-ljevim rezidualom ili totalnom faktorskom produktivnošću. Diferencirajući model po vremenu dobija se prikaz stope rasta proizvodnje po zaposlenom (r) koji je dekomponovan na tri dela:

$$r = \alpha k + (1 - \alpha)g + a$$

gde k predstavlja stopu rasta kapitalne opremljenosti rada, a je stopa rasta tehničkog progressa. Ove tri stope rasta definišu kanale kroz koje potencijalni faktori mogu delovati, a da se to na kraju odrazi na stopu rasta proizvodnje po zaposlenom. Hipotetički, finansijski razvoj može da deluje kroz sva tri kanala. Prvo, on pospešuje brži i efikasniji protok finansijskih sredstava od finansijski suficitarnih do finansijski deficitarnih subjekata što se po očekivanjima ispoljava kroz sniženje cene izvora finansiranja. Kako su investicije i cena izvora finansiranja u obrnuto proporcionalnoj vezi, tako se kao rezultat javlja rast investicija čija posledica je rast kapitalne opremljenosti rada koji se naposljetku prenosi na rast proizvodnje po zaposlenom. Ovo je najutemeljeniji kanal uticaja finansijskog razvoja. Drugo, izvedena posledica pada cene izvora finansiranja jeste, između ostalog, stimulisanje ulaganja u obrazovanje. Ova ulaganja podižu sposobnost radne snage što se manifestuje u rastu njene efikasnosti i konačno u rastu

⁴¹ Uvođenje tehničkog progressa u proizvodnu funkciju može biti izvedeno na tri načina. Prvi način podrazumeva uvođenje tehničkog progressa na način da proizvodi povećanje efikasnosti rada, po drugom načinu on proizvodi rast efikasnosti proizvodnih fondova, a po trećem načinu on proizvodi nepristrastan efekat u smislu uticaja na faktore proizvodnje, odnosno jednako utiče na efikasnost rada i proizvodnih fondova. Izbalansiran treći način uvođenja tehničkog progressa u proizvodnu funkciju je ovde izložen.

produktivnosti. Treće, postoji ubedljivo objašnjenje po kome finansijski razvoj podstiče totalnu faktorsku produktivnost⁴². Ako finansijski posrednici vrše objektivnu selekciju projekata koje će finansirati, onda će biti finansirani najbolji projekti koji se ističu svojom natprosečnom profitabilnošću i efikasnošću što bi trebalo da uzdigne nivo produktivnosti cele privrede. Na određeni način, ovo objašnjenje je prvi izložio Joseph Schumpeter apostrofirajući proces „kreativne destrukcije“ čiji su nosioci finansijski posrednici. Sa više detalja ovaj proces će biti predložen u nastavku teksta.

Za zemlje koje su visoko rangirane prema kriterijumu nivoa kapitalne opremljenosti, koja zapravo odgovara trenutno najvišem tehnološki dostupnom nivou kapitalne opremljenosti, prvi kanal uticaja finansijskog razvoja nije od presudne važnosti za dalji ekonomski napredak. Treći kanal uticaja je za njih daleko privlačniji i poželjniji jer implicira pomeranje granica tehnološko-proizvodnih mogućnosti zemlje, zbog čega se ovaj kanal i praktično više afirmiše u njima. Sa druge strane, zemlje koje su nisko rangirane prema svom nivou kapitalne opremljenosti mogu ostvariti disproportionalno veće koristi od njegovog rasta, a potvrđeno je da ne samo na nivou konceptualnog razmišljanja već i u zabeleženoj praksi prvi kanal uticaja jeste relevantniji u njima, a dejstvo trećeg kanala je relativno skromno. Drugi kanal uticaja je najkontroverzniji, iako se mogu naći modeli u kojima se on naglašava i ističe u prvi plan⁴³. Ovde se dolazi do prvog pravila vezanog za finansijski razvoj po kome je njegovo dejstvo heterogeno, pa tako neće biti moguće primenom istih politika i instrumenata proizvesti identične efekte u nivou finansijskog razvoja u zemljama u kojima se primenjuju, kao što ni jednaka promena u nivou finansijskog razvoja neće imati jednake efekte na širi privredni razvoj.

U jednom delu ekonomskih istraživanja ispitivan je poseban aspekt teorije privrednog rasta koji je povezan sa procesom konvergencije, a u kome se naglašava tehnički progres

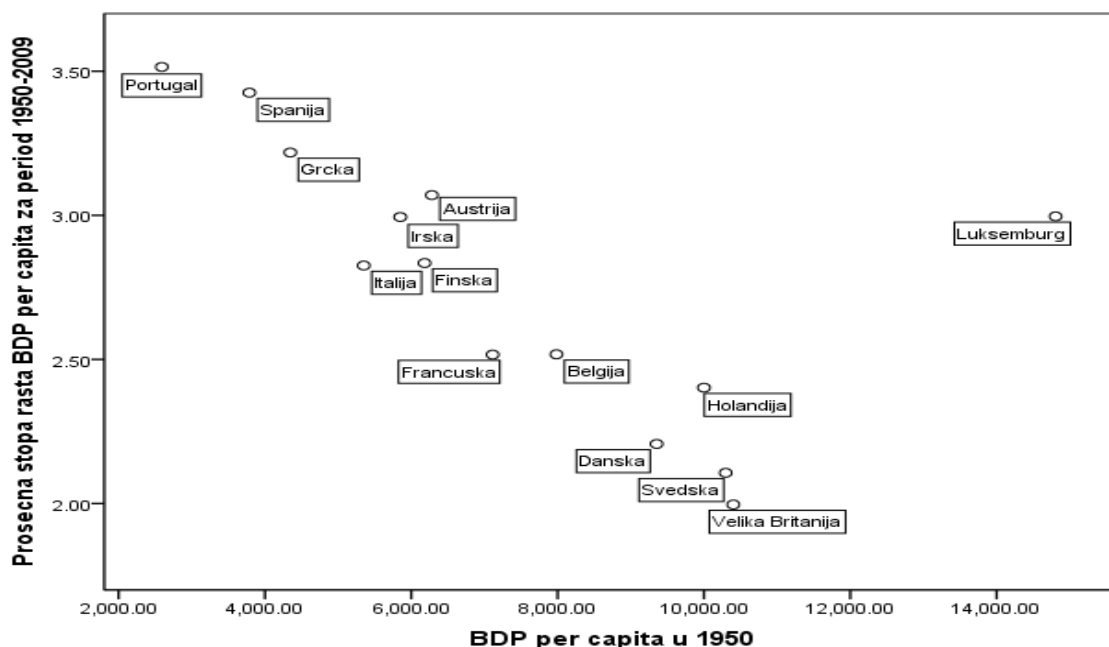
⁴² Beck, Levine i Loayza (2000) su ispitivali vezu između finansijskog razvoja i privrednog rasta, totalne faktorske produktivnosti, akumulacije fizičkog kapitala i stope štednje domaćinstava. Veza sa totalnom faktorskom produktivnošću se pokazala znatno snažnijom i ubedljivijom nego veza sa akumulacijom fizičkog kapitala i stopom štednje domaćinstava. Sa promenom statističkih metoda ocenjivanja i merila finansijskog razvoja veza sa akumulacijom fizičkog kapitala i stopom štednje domaćinstava je varirala od statistički visoko značajne do nisko značajne, dok je veza sa totalnom faktorskom produktivnošću sve vreme bila ekonomski i statistički visoko značajna.

⁴³ Npr. Galor i Zeira (1993).

kao najplodotvorniji kanal uticaja na rast produktivnosti. Naime, u jednoj interpretaciji proces konvergencije se može vezati za približavanje nivoa produktivnosti određene zemlje nivou produktivnosti najrazvijenije zemlje na svetu, za koju se smatra da je lider u razvoju i primeni tehnoloških dostignuća. U ovim istraživanjima razmatra se interakcija između finansijskog razvoja i tehnološkog napretka zemlje, odnosno modernizacije načina obavljanja ekonomskih aktivnosti. Teorijski posmatrano, činjenica da je određena zemlja na niskom nivou ekonomskog i tehnološkog razvoja nosi sa sobom izvesne prednosti, ali i nedostatke posmatrano sa stanovišta dotične konvergencije. Osnovna prednost se sastoji u većim efektima primene novih tehnologija, jer je rast produktivnosti ostvaren njihovom primenom u manje razvijenim zemljama veći nego u više razvijenim zemljama, zbog niskog baznog nivoa produktivnosti. Realizacija ove prednosti je dodatno olakšana činjenicom da ove zemlje po pravilu ne razvijaju svoju tehnologiju već primenjuju priznata uspešna rešenja razvijena u zemljama tehnološkim liderima, što bi trebalo znatno da ubrza konvergenciju njihove produktivnosti i približi ih zemljama liderima. Ono što može da uspori konvergenciju, pa čak i da proizvede divergenciju produktivnosti manje razvijenih zemalja je nepostojanje uslova za primenu tehnoloških dostignuća. Svaki transfer tehnologije prate neophodna ulaganja čiji je cilj formiranje uslova za ovladavanje i korišćenje novih tehnologija. Manje razvijene zemlje imaju manje sredstava na raspolaganju za ova ulaganja, što je ozbiljan ograničavajući faktor. Ovde sada do izražaja dolazi uloga finansijskog sistema i njegove razvijenosti. Što su privredni subjekti manje finansijski ograničeni to će imati više kapaciteta da realizuju ova ulaganja, a što su više finansijski ograničeni neće biti u stanju da sprovedu neophodna prilagođavanja i do transfera tehnologije neće doći što će produbiti jaz između razvijenih i nerazvijenih zemalja. Interakcija finansijskog razvoja i ekonomske i tehnološke razvijenosti zemlje sugeriše da kombinacija niskih nivoa oba merila usmerava zemlju ka putanji koju karakteriše divergencija, dok razvijen finansijski sistem relativno može da amortizuje negativne uticaje niskog stepena ekonomske i tehnološke razvijenosti zemlje utirući put daleko poželjnijem procesu konvergencije i sustizanju tehnoloških lidera po stepenu produktivnosti.

Aghion, Howitt i Mayer-Foulkes (2005) u svom radu zaključuju da postoji granična vrednost u nivou razvijenosti finansijskog sistema na osnovu koje se zemlje mogu razvrstati na dva bloka. Prvi blok bi činile zemlje čiji nivo finansijskog razvoja je iznad utvrđenog graničnog nivoa i njihove dugoročne stope privrednog rasta bi težile jedinstvenoj vrednosti. Drugi blok zemalja bi činile zemlje sa podgraničnim nivoom finansijskog razvoja čija dugoročna stopa privrednog rasta varira, ali je striktno niža od jedinstvene stope kojoj teže zemlje sa razvijenim finansijskim sistemom i direktno je proporcionalna nivou finansijskog razvoja. Ispitujući dalje vezu nivoa finansijskog razvoja i ravnotežnog relativnog nivoa bruto domaćeg proizvoda *per capita*, odnos bruto domaćeg proizvoda *per capita* određene zemlje i zemlje lidera, kod zemalja sa razvijenim finansijskim sistemom AHMK konstatuju da je uticaj pozitivan ali da sa rastom nivoa finansijskog razvoja on opada i na određenom nivou u potpunosti iščezava.

1.5.4. Evaluacija rezultata procesa konvergencije u Evropskoj Uniji



Slika 9: Proces konvergencije u starim članicama EU u periodu 1950-2009.

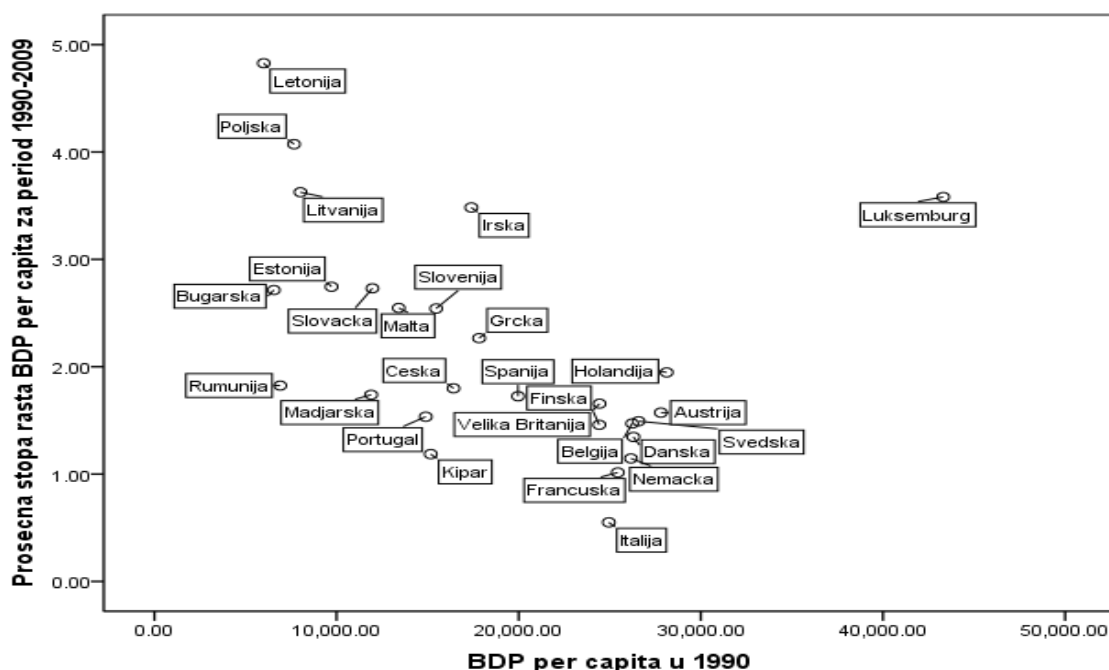
Izvor: Kalkulacija autora na osnovu baze Penn World Table 7.1.

Na slici 9. opisano je činjenično stanje procesa konvergencije kod odabranih evropskih zemalja. Na horizontalnoj osi dat je nivo BDP-a *per capita* u 1950. godini za skup

zemalja koje čine jezgro Evropske Unije⁴⁴, dok je na ordinati data prosečna realna stopa rasta od dotične godine zaključno sa 2009. godinom. U proseku, zemlje koje su se nalazile na začelju skupa, rangirane prema nivou životnog standarda merenog BDP-om per capita u 1950. godini, su najbrže napredovale. Mediteranske zemlje su tako beležile prosečnu godišnju stopu rasta od 2,8%, koliko je beležila Italija, do 3,5% koliko je postigao Portugal. Brži rast zemalja sa nižim životnim standardom je vodio zatvaranju jaza između njih i bogatijih zemalja EU, tako da one danas relativno manje zaostaju za njima nego što su zaostajale 1950. godine, pri čemu je krajnji cilj definitivna konvergencija koja može biti dosegnuta u krajnje dugom roku. Pored toga, može se primetiti da sve obuhvaćene zemlje beleže snažan rast u celom pedesetdevetogodišnjem periodu. Ipak, ovaj skup zemalja čine zemlje koje se ubrajaju u razvijenije zemlje u globalnim razmerama, pa se postavlja pitanje da li bi se uključivanjem u analizu manje razvijenih evropskih zemalja, ili čak drugih manje razvijenih zemalja došlo do istih zapažanja.

Ukoliko bi se ovaj skup zemalja proširio za 12 dodatnih zemalja članica EU i kada bismo pratili proces konvergencije na identičan način kao na slici 9, uz opravdanu promenu vremenskog okvira zbog dostupnosti podataka u bazi za sve zemlje tako da bi početna godina bila 1990, došli bismo do slike 10.

⁴⁴ U bazi Penn World Table jedino za Nemačku nedostaju podaci za period 1950-1970. zbog čega ona nije prikazana na slici 9. (ali jeste na slici 10. gde se pokazalo da njeno uključivanje ne menja uočene zakonomernosti). Uprkos tome, broj zemalja je sasvim dovoljan za izvođenje odgovarajućih zaključaka. Prilikom preračunavanja bruto domaćeg proizvoda iz nacionalne valute u dolarsku protivvrednost korišćen je devizni kurs utvrđen prema paritetu kupovne snage jedinice domaće valute i američkog dolara. Na ovaj način sprovedena su prilagođavanja vrednosti nacionalnih BDP-a koja čine međunarodnu komparaciju pouzdanijom i izbegavaju se deformacije koje korišćenje tekućih deviznih kurseva može da proizvede.



Slika 10: Proces konvergencije u starim i novim članicama EU u periodu 1990-2009.

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu baze Penn World Table 7.1.

Na slici se uočava osetnije približavanje prosečnih stopa rasta u posmatranom periodu kod ekonomski vodećih zemalja EU, među kojima se u pozitivnom smislu izdvaja Holandija⁴⁵. Iz ovoga približavanja, u negativnom smislu, isključena je Italija. Još evidentnije je ujednačavanje nivoa BDP-a per capita među ovim zemljama, čime se konvergencija apsolutno potvrđuje. Kuriozitet je slučaj Irske, obzirom da ona jedina beleži prosečnu stopu rasta u periodu 1990-2009. koja je veća od iste stope za period 1950-2009. Ovo je rezultat dinamičnog razvoja koji se odigravao u Irskoj, a koji je posledica ekspanzije njenog izvoznog sektora. Ako se posmatraju najmanje razvijene zemlje EU, uočava se da su one različito iskoristile poslednje dve decenije u pogledu ekonomskog napretka. Baltičke zemlje su zajedno sa Poljskom prednjačile u sustizanju zemalja lidera. Sa druge strane od nama susednih zemalja, Mađarska i Rumunija nisu napredovale u svom približavanju ovim zemljama, za razliku od Bugarske koja je ostvarila vidan napredak.

⁴⁵ Luksemburg se zbog strukture svog BDP-a može tretirati kao izuzetan slučaj, a sama njegova veličina čini da njegovi privredni rezultati imaju krajnje marginalan uticaj na evropsku privredu.

U opštem smislu, u poslednje dve decenije primećuje se usporavanje rasta u zemljama koje čine jezgro EU, među kojima jedino Irska i Grčka imaju prosečnu stopu rasta veću od 2%. Na slici 9. može se primetiti da nijedna od fokalnih zemalja nije imala prosečnu stopu rasta za period 1950-2009. manju od 2%. Ovaj pad je najizraženiji kod zemalja koje su rasle najbrže u dotičnom periodu, kao što su Portugal i Španija. Sveukupno, ove činjenice svedoče o fenomenu globalnog usporavanja rasta vodećih svetskih ekonomskih sila koji je primećen u poslednjim decenijama, a koji je kulminirao sa velikom svetskom finansijskom i ekonomskom krizom 2008. godine.

Delimično zbog promene skupa posmatranih zemalja, kao i zbog promene vremenskog okvira, snaga procesa konvergencije koja je opisana slikom 9. je daleko manje izražena na slici 10, premda i dalje postoji. Mađarska, Rumunija i Češka ne uspevaju da znatnije sustignu zemlje lidere jer su njihove prosečne stope privrednog rasta otprilike na nivou tih zemalja, dok je kod Kipra konvergencija sasvim, a kod Portugala gotovo sasvim, zaustavljena. Zato se evropske zemlje koje bi trebalo da se nalaze na putu konvergencije mogu rasporediti u dva koloseka, one koje sustižu zemlje lidere i one koje stagniraju. Slična empirijska pravilnost se primećuje na svetskom nivou. Azijske zemlje u velikoj većini ostvaruju uspehe na putu konvergencije⁴⁶, dok je za afričke zemlje u velikoj većini karakteristična divergencija, čak se u nekim zemljama beleže negativne stope rasta unutar vremenskog okvira od nekoliko decenija što govori o degradaciji životnog standarda. U Latinskoj Americi zemlje koje su razočarale svojim privrednim rezultatima su Argentina, Urugvaj i Venecuela, dok se Brazil kao najveća latinoamerička privreda stabilno približava vodećim svetskim ekonomskim silama⁴⁷.

⁴⁶ Japan koji je nakon Drugog svetskog rata imao devastiranu privredu je prvi napravio jak proboj na lestvici privredne razvijenosti, da bi njegov uspeh sa dve decenije zakašnjenja ponovili Singapur, Tajvan, Hong Kong i Južna Koreja. U poslednjoj deceniji frapantan uspeh beleži Kina čija se prosečna godišnja stopa rasta BDP-a kreće oko 10%, ali je njen nivo BDP-a per capita i dalje svega 20% dotičnog nivoa u SAD-u, tako da se niskom startnom bazom mogu objasniti njene izuzetne stope rasta.

⁴⁷ Brazil zajedno sa Rusijom, Indijom, Kinom i Južnom Afrikom čini grupu zemalja za koju se koristi akronim BRICS. Ova grupa formalno okuplja zemlje koje ne pripadaju klubu razvijenih industrijskih zemalja, što se ne može baš reći za Rusiju, a predstavljaju najveće svetske privrede. U sklopu saradnje ovih zemalja održavaju se njihovi redovni godišnji samiti, na kojima se razgovara o temama koje se tiču privredne, političke i kulturne saradnje; koji bi ovoj grupi zemalja trebali obezbediti veću specifičnu težinu u međunarodnim odnosima i jači uticaj na svetska dešavanja.

Proces konvergencije nivoâ BDP-a per capita među zemljama koje prelaze određeni prag razvijenosti i koje imaju ispunjene druge pretpostavke kao što su efikasne i delotvorne institucije i odgovorno vođenje ekonomske politike od strane vlada, kao što su evropske zemlje, je zakonomernost koja se ispoljava u relativno dužim vremenskim periodima, ali kod kojeg mogu da se pojave i malobrojni izuzeci od opšteg pravila. Takođe, proces konvergencije može objasniti smenjivost u globalnom ekonomskom vođstvu, po kojem zemlje koje zaostaju za liderom brže rastu i u jednom trenutku pretiču lidera čime se etabliraju kao novi ekonomski lider. Istorijski gledano, Holandija je bila ekonomski lider u XVIII veku, Velika Britanija u XIX, a u XX veku i početkom XXI veka to su SAD. Ideja i implementacija procesa konvergencije se ubrajaju u jedne od najdelotvornijih katalizatora evropske ekonomske integracije, u kojoj se zemljama pruža mogućnost da prema jedinstvenim ortodoksnim pravilima oblikuju svoj ekonomski sistem i uživaju koristi od bliske saradnje sa drugim zemljama.

Teorijski okvir izložen u ovoj tački definiše u osnovnim crtama strukturu i sastavne elemente problematike privrednog rasta i služi kao putokaz za razumevanje uloge finansijskog razvoja u njoj. U narednoj tački će biti izložena empirijska istraživanja čiji je zadatak da verifikuju važnost finansijskog razvoja za ekonomski prosperitet. Kako se radi o opsežnom korpusu radova samo najuticajniji će biti razmatrani.

1.5.5. Finansijski razvoj u ekonomskoj teoriji

Hipotezu o relevantnosti finansijskog razvoja za privredni razvoj prvi je postavio Joseph Schumpeter (1911). Po njemu, finansijsko tržište i institucije mogu doprineti privrednom rastu i razvoju putem mehanizma „kreativne destrukcije“. Kapital kao redak resurs bi se zahvaljujući finansijskom tržištu i institucijama izvlačio iz sektora koji se nalaze u zreloj ili opadajućoj fazi razvoja, i dalje preusmeravao ka preduzećima, preduzimljivim pojedincima i sektorima koji imaju izražen potencijal za rast. Po definiciji, brzorastuće sektore karakterišu natprosečne stope prinosa i visoka produktivnost što pozitivno utiče na širenje proizvodnih mogućnosti zemlje, pa sledstveno i na ukupan privredni rast i razvoj. Funkcionisanje ovoga mehanizma je više puta verifikovano u praksi, od toga

poslednji put krajem 1990-ih godina. U dotičnom periodu, finansijska tržišta su uspešno mobilisala i kanalisala znatne iznose kapitala prema onim sektorima koje su karakterisali upotreba savremenih informacionih tehnologija i velika ulaganja u istraživanje i razvoj, a u koje spadaju telekomunikacije, razvoj softvera i biotehnološki sektor. Potonja ekspanzija ovih novonastajućih sektora se tako delimično može pripisati apsorpciji kapitala od strane ovih sektora, koja je postignuta zahvaljujući visokoj efikasnosti finansijskih tržišta u alokaciji kapitala. Drugim rečima, razvijen mehanizam finansijskog posredovanja podržava inovativne i produktivne privredne aktivnosti i projekte.

Schumpeter-ova hipoteza je dosta dugo vremena bila zapostavljena, ne privlačeći ozbiljniju istraživačku pažnju, da bi tek Raymond Goldsmith i Ronald McKinnon početkom 1970-ih sproveli preliminarnu empirijsku proveru validnosti ove hipoteze na manjem broju zemalja. Prva sveobuhvatna analiza, u smislu primenjene metodologije i obuhvata zemalja u istraživanju, obavljena je od strane King-a i Levine-a (1993). U svom radu oni koriste četiri indikatora finansijskog razvoja. Među njima se nalazi i najstariji indikator finansijskog razvoja, količnik monetarnog agregata M2 ili M3⁴⁸ i bruto domaćeg proizvoda (LLY). Korišćenje ovog pokazatelja implicira prihvatanje pretpostavke po kojoj veličina finansijskih institucija direktno ukazuje na obim finansijskih usluga koje one pružaju. Iz današnje perspektive, korišćenje njihovog drugog indikatora deluje anahrono, jer on pretpostavlja značajniju ulogu centralne banke kao kreditora u privredi (BANK). Ipak, treći i četvrti indikator su i danas podjednako relevantni, učešće potraživanja od nefinansijskih preduzeća u privatnom vlasništvu u bruto domaćem proizvodu (PRIVY) i u ukupnim domaćim kreditnim potraživanjima (PRIVATE). Ovi indikatori su pogodni jer upućuju na visinu i proporciju kredita usmerenih privatnom sektoru, koji je vitalniji u odnosu na državu i javna preduzeća u smislu doprinosa nivou proizvodnje i izmeni njene strukture. King i Levine su izabrali i četiri indikatora ekonomskog rasta: a.) stopu rasta realnog bruto domaćeg proizvoda *per*

⁴⁸ Ovi monetarni agregati predstavljaju likvidne obaveze finansijskih institucija prema nebankarskim transaktorima. Oni u sebi sadrže gotovinu u opticaju, depozite po videnju i ostale kamatonosne račune koji se mogu koristiti za plaćanja, a otvaraju ih banke ili nebankarske finansijske institucije. Konkretni sastav ovih agregata je skromniji u zemljama sa slabije razvijenim, a razudjeniji u onim sa visoko razvijenim finansijskim sistemom. U Živković i Kožetinac (2012) može se više pogledati o strukturi monetarnih agregata.

capita (GYP), b.) stopu rasta fizičkog kapitala *per capita* (GK), c.) učešće bruto investicija u bruto domaćem proizvodu (INV) i d.) rezidual stope rasta realnog bruto domaćeg proizvoda *per capita* nakon uzimanja u obzir stope rasta fizičkog kapitala⁴⁹ (EFF), ovaj rezidual se tretira kao rast efikasnosti koji može imati različito poreklo kao što su tehnologija, humani kapital itd. Dovodeći u vezu dugoročnu stopu rasta realnog bruto domaćeg proizvoda *per capita* sa indikatorima finansijskog razvoja, King i Levine zaključuju da postoji značajna pozitivna korelacija. Po njoj, zemlje sa većom vrednošću indikatora finansijskog razvoja beleže i veću prosečnu stopu rasta realnog bruto domaćeg proizvoda *per capita* za posmatrani period od 30 godina⁵⁰. Do istog zaključka se dolazi ako se posmatra koeficijent korelacije između preostalih indikatora ekonomskog rasta i indikatora finansijskog razvoja.

Da bi preciznije utvrdili relaciju između pojedinačnih indikatora ekonomskog rasta i skupa indikatora finansijskog rasta King i Levine su sproveli regresionu analizu⁵¹. Jedna od ocenjenih regresionih jednačina je imala sledeću formu⁵²:

$$GYP = \alpha + \beta LYO + \lambda LSEC + \gamma TRD + \theta GOV + \phi PI + \phi_1 LLY + \phi_2 BANK + \phi_3 PRIVATE + \phi_4 PRIVY \quad (1)$$

pri čemu je zavisna GYP prosečna stopa rasta realnog bruto domaćeg proizvoda *per capita*, a regresioni koeficijenti Φ_1 , Φ_2 , Φ_3 i Φ_4 se nalaze uz indikatore finansijskog razvoja. Preostale objašnjavajuće varijable u modelu reprezentuju inicijalne uslove i izvore privrednog rasta (LYO, LSEC), ili određene kontrolne varijable koje mogu

⁴⁹ Ovaj indikator je obračunat indirektno za razliku od indikatora pod a.) i b.) koji su obračunati direktno. Formula za njegovo dobijanje je: $EFF = GYK - (0,3 * GK)$, što bi značilo da je EFF neka sintetička stopa rasta drugih relevantnih faktora koji utiču na GYK.

⁵⁰ Period pokriven analizom počinje od 1960. godine, a završava sa 1989. godinom.

⁵¹ Papaioannou (2008) je izložio sledeći opšti oblik regresione jednačine kojom se ispituje uticaj finansijskog razvoja na privredni rast:

$$\Delta \ln y_{i,t} = \beta \ln y_{i,t-1} + \gamma \Delta \ln h_{i,t} + X' \Phi + \lambda FD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Pri tome $\ln y_{i,t-1}$ je logaritam inicijalnog nivoa bruto domaćeg proizvoda *per capita* (odgovara varijabli LYO u jednačini (1)), $h_{i,t}$ je nivo ljudskog kapitala koji ukazuje na kvalitet i sofisticiranost rada kao proizvodnog faktora i koji je determinisan obrazovanjem, X' je skup ostalih objašnjavajućih varijabli (kvalitet institucija, geografski položaj, trgovinska razmena, vladine politike itd.), a FD je indikator finansijskog razvoja.

⁵² Izložena notacija sledi notaciju iz originalnog rada.

objasniti razlike u zavisnoj varijabli među analiziranim zemljama (TRD, GOV, PI). U ocenjenoj jednačini svi parametri Φ_1 , Φ_2 , Φ_3 i Φ_4 su pozitivni (0,024, 0,032, 0,034 i 0,032 respektivno) i statistički značajni na veoma niskom nivou značajnosti od 0,01; što svedoči o izrazito snažnoj vezi između indikatora finansijskog razvoja i stope rasta realnog bruto domaćeg proizvoda *per capita*. Koristeći dobijene rezultate mogli bismo izneti stav da bi povećanje učešća potraživanja od nefinansijskih preduzeća u privatnom vlasništvu u ukupnim domaćim kreditnim potraživanjima sa 50%, koliko u proseku jeste iznosilo u zemljama sa najsporijim rastom; na 70%, koliko u proseku jeste iznosilo u zemljama sa najbržim rastom, dovelo do rasta godišnje stope rasta bruto domaćeg proizvoda *per capita* za blizu 0,7 procentnih poena. Jednako uverljivi rezultati o relevantnosti indikatora finansijskog razvoja se dobijaju i u regresijama ostala tri indikatora ekonomskog rasta na isti skup objašnjavajućih varijabli. Interesantno je zapaziti i da je vrednost ocenjenog parametra uz varijablu LYO negativna, a što je u skladu sa tezom po kojoj bogatije zemlje imaju tendenciju da beleže nižu stopu rasta u odnosu na siromašnije zemlje, jer ove druge polaze od relativno skromne osnove i stoga brže teže dostizanju njihovog ravnotežnog stanja. Uočena zakonomernost zapravo može da se tumači na način da što su zemlje bliže svom ravnotežnom stanju to mu sporije teže, a što su udaljenije od ravnotežnog stanja to mu se brže približavaju.

Postojanost dobijenih rezultata King i Levine su potvrdili sprovođenjem analize osetljivosti ocenjenih parametara regresione jednačine (1). To je podrazumevalo uvođenje dodatnih objašnjavajućih promenljivih, variranje perioda posmatranja i sužavanje broja zemalja koje čine uzorak na osnovu koga se ocenjuje jednačina. U svim slučajevima nije došlo do narušavanja osnovnih zaključaka početno ocenjene regresione jednačine (1). Generalno, King i Levine zaključuju da finansijski razvoj, odnosno poboljšanje finansijskih usluga koje nude finansijski posrednici, stimuliše ekonomski rast kroz povećanje stope akumulacije kapitala (rast investicija) i rast efikasnosti upotrebe tog kapitala. Oni dokazuju i da viši nivoi finansijskog razvoja koincidiraju sa višim stopama privrednog rasta u narednom periodu od 10 do 30 godina. U tom smislu, finansijski razvoj i njegovi indikatori se mogu interpretirati kao "vodeći" indikatori privrednog rasta,

čija povoljna promena upućuje na pozitivnu promenu privrednog rasta u periodu koji sledi.

Objavljivanje ovoga rada utrlo je put publikovanju drugih radova slične orijentacije (npr. Levine i Zervos 1998; Levine, Loayza i Beck 2000; Beck, Levine i Loayza 2000). Zajedničko obeležje ove grupe radova je usredsređenost na proučavanje velikog skupa zemalja i velikog broja ekonomskih varijabli koje ih karakterišu i to u objektivno dugim vremenskim periodima. Prema tome, relacija između razvijenosti finansijskog sektora i privrednog rasta se posmatra na makro nivou, što znači da su jedinice posmatranja suverene države. Vremenski horizont u analizi je uglavnom definisan za intervale od nekoliko decenija što je u skladu sa postavljenim zadatkom izučavanja determinanti dugoročnog ekonomskog rasta. U metodološkom smislu ovi radovi najčešće koriste višestruki linearni regresioni model, dok podaci koji se koriste pripadaju vrsti uporednih podataka, koji se uprosečavaju za uže ili šire definisane vremenske periode.

Levine i Zervos (1998) su nastojali da ispituju potencijalni uticaj arhitekture finansijskog sistema na privredni rast. Oni su posebno formulisali indikatore nivoa razvijenosti za bankarski sektor i za tržište akcija i razmatrali njihovu korelaciju sa privrednim rastom, akumulacijom kapitala i produktivnošću. Kod bankarskog sektora opredilili su se za ratio kod koga se u brojiocu nalazi suma bankarskih plasmana privatnom sektoru, a u imeniocu bruto domaći proizvod. Za tržište akcija Levine i Zervos su odabrali ratio obrta (*turnover ratio*) kao indikator. On se računa tako što se ukupna vrednost akcija kojima se trgovalo podeli sa tržišnom kapitalizacijom berze, odnosno ukupnom vrednošću svih akcija listiranih na domaćoj berzi. Ratio obrta meri nivo i intenzitet trgovanja na berzi stavljajući ga u odnos sa veličinom samog tržišta. Njime se može aproksimirati i likvidnost samog tržišta. U pogledu tržišta akcija, zapažen je zaključak po kome veličina tržišta akcija, merena odnosom njegove kapitalizacije i bruto domaćeg proizvoda, nije od značaja za privredni rast, za razliku od likvidnosti ovog tržišta koja jeste. Time se potvrđuje teza po kojoj puko listiranje akcija na berzi nema dublji uticaj na alokaciju resursa i privredni rast, a da razvijene i efikasno iskorišćene mogućnosti za trgovanje tim akcijama, kojima se u osnovi vrši promena vlasništva nad proizvodnim resursima

privrede, imaju to svojstvo uticaja. Sumarno, Levine i Zervos zaključuju da inicijalni nivoi razvijenosti bankarskog sektora i tržišta akcija jesu dobri i pouzdani prediktori budućih stopa rasta privredne aktivnosti, akumulacije kapitala i produktivnosti za period od 18 godina, obzirom da su sa svima njima pozitivno korelisani i kao nezavisne varijable u ocenjenim regresionim jednačinama visoko statistički značajni. Takođe, statistička značajnost oba posmatrana indikatora u istoj regresionoj jednačini bi se mogla protumačiti na način da bankarski sektor i tržište akcija obavljaju distinktivne funkcije, jer bi u suprotnom slučaju do izražaja došao problem multikolinearnosti. Koristeći se numeričkom ilustracijom, moglo bi se reći da bi rast racia obrta sa 20% na 50% rezultirao u porastu godišnje stope rasta bruto domaćeg proizvoda za 0,8 procentnih poena, što je kvantitativno posmatrano veoma značajno ubrzanje tempa ekonomskog rasta. Prevedeno na vremenski period od jedne decenije, ova korekcija godišnje stope rasta bruto domaćeg proizvoda bi dovela do njegovog dodatnog rasta od 8,3%.

Jedno od ograničenja radova objavljenih u 1990-im godinama jeste slaba potpora razjašnjenju kauzalno-posledičnog odnosa između finansijskog razvoja i ekonomskog rasta. Iako je dokazana korelisanost između ove dve varijable, ostalo je otvoreno pitanje njihove međuzavisnosti, odnosno potencijalne endogenosti. Finansijski razvoj bi tada teorijski determinisao ekonomski rast, ali bi istovremeno bio i determinisan njime, što bi simetrično važilo i za ekonomski rast. U povoljnom opštem ekonomskom okruženju u kome potrošnja raste, potrošači podižu nivo svojih porudžbina, a privredni subjekti jesu spremniji da realizuju investicione planove. Neumitno, ovi procesi vode rastu tražnje za kreditima, bez kojih bi i realizacija nekih od ovih transakcija izostala. Ako prihvatimo ovakav scenario kao merodavan, onda priznajemo relaciju uzročnosti koja ide od ekonomskog rasta prema finansijskom razvoju.

U ekonometrijskom smislu suočavamo se sa problemom slučajne objašnjavajuće promenljive⁵³. Provereni metod otklanjanja ovoga problema koji se javlja kod simultane međuzavisnosti ekonomskih promenljivih je upotreba metoda instrumentalnih varijabli pri ocenjivanju regresionih parametara. Neodgovarajuća primena metoda običnih

⁵³ Mladenović i Petrović (2003).

najmanjih kvadrata pri postojanju korelacije objašnjavajuće promenljive i slučajne greške za istu opservaciju proizvela bi pristrasne i nekonzistentne ocene. Suština metoda instrumentalnih promenljivih je da se definiše promenljiva koja je visoko korelisana sa objašnjavajućom u modelu, a nekorelisana sa slučajnom greškom modela. Rezultat primene ovoga metoda jesu pristrasne, ali konzistentne ocene parametara modela. Levine, Loayza i Beck (2000) su koristili ovaj metod kako bi formalno otklonili problem endogenosti i razjasnili kauzalno-posledični odnos između finansijskog razvoja i ekonomskog rasta. Instrumentalna varijabla koju su koristili u radu je poreklo pravnog sistema. Varijablu su definisali La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer i Vishny (1998) (skr. LLSV) u nameri da dokažu kako priroda pravnog sistema značajno utiče na nacionalne pristupe u kreiranju zakonskih rešenja kojima se štite prava kreditora i na efikasnost sa kojom se ta rešenja sprovode u praksi. Prema obeležjima svog pravnog poretka sve države su se razvrstavale na one koje pripadaju britanskom, francuskom, nemačkom ili skandinavskom modelu pravnog sistema. Usvajajući pretpostavku da je većina zemalja ustrojila svoj pravni sistem u vreme okupacija i kolonizacija, poreklu pravnog sistema se može pripisati karakter egzogeno određene varijable što ga čini pogodnim za uvršćivanje u analizu. LLSV su potvrdili da one zemlje čiji pravni poreci jesu bili naklonjeniji zaštiti prava kreditora imaju i više i bolje razvijene finansijske institucije. Posledično, poreklo pravnog sistema jeste korelisano sa nivoom finansijskog razvoja, a ako ono u ulozi varijable nije korelisano sa slučajnom greškom u modelu onda bi realan pravac njegovog uticaja na ekonomski rast bio preko finansijskog razvoja što ga čini prihvatljivom instrumentalnom varijablom. Levine, Loayza i Beck dolaze do afirmativnih rezultata u pogledu smeru uzročnosti između finansijskog razvoja i ekonomskog rasta, jer je potvrđeno da je egzogena komponenta finansijskog razvoja veoma snažno povezana sa indikatorima ekonomskog rasta. Kao indikator finansijskog razvoja koristilo se procentualno učešće kredita odobrenih od strane finansijskih institucija privatnom sektoru u bruto domaćem proizvodu. Potencijalni problem sa primenom ovog pristupa jeste postojanje drugih pravaca uticaja odabrane instrumentalne promenljive na zavisnu u modelu, zbog čega su ocene parametara u ovim modelima veće u odnosu na modele koji su ocenjeni metodom običnih najmanjih kvadrata, što uslovno dovodi do precenjivanja stvarnog uticaja finansijskog razvoja. Zbog toga bi se ocene iz dotičnih modela mogle

posmatrati kao maksimalni, stvarno mogući domet uticaja finansijskog razvoja na ekonomski rast.

Dalji napredak u istraživanjima donela je primena panel metoda. Panel modeli koriste kombinaciju uporednih podataka i podataka vremenskih serija što ima određene prednosti. Panel podaci se dobijaju posmatranjem istih jedinica tokom vremena, odnosno ponovljenim anketiranjem jednog istog uzorka u određenom vremenskom periodu⁵⁴. Zbog toga se u podacima dobija dodatni varijabilitet, jer imamo i varijabilitet podataka vremenskih serija, dok je u ranijim istraživanjima bio prisutan samo varijabilitet unakrsnih podataka. Zatim, u panelima se može izdvojiti specifični efekat za svaku zemlju, koji je u ranijim analizama ulazio u sastav slučajne greške. Konačno, u panelima je moguće kontrolisati simultanu međuzavisnost svih ostalih objašnjavajućih u modelu i zavisne promenljive, dok je npr. kod primene metoda instrumentalnih promenljivih to bilo izvodivo samo za objašnjavajuću za koju smo bili najviše zainteresovani - finansijski razvoj. Opšta forma modela koji se ocenjuje panel metodom ima sledeći izgled:

$$y_{i,t} = \alpha X_{i,t}^1 + X_{i,t}^2 + C_i + T_t + u_{i,t}$$

Varijablom y označava se pokazatelj ekonomskog rasta, sa X^1 skup prošlih vrednosti objašnjavajućih varijabli, sa X^2 skup tekućih vrednosti objašnjavajućih varijabli, sa C specifičan efekat karakterističan po zemljama, sa T specifičan vremenski efekat i sa u slučajna greška. U subskriptu varijabli nalaze se i i t kojima se označava konkretna zemlja i vremenski period, respektivno.

Beck, Levine i Loayza (2000) i Beck i Levine (2004), koji primenjuju u svojim radovima panel metodu, jednako potvrđuju rezultate prethodnih istraživanja o snažnom pozitivnom odnosu između varijabli finansijskog razvoja i ekonomskog rasta. Obzirom da Levine, Loayza i Beck (2000) paralelno u svom radu koriste panel metodu i metodu instrumentalnih varijabli, interesantno je da su ocenjene vrednosti regresionih parametara po ovim metodima u velikoj meri bliske. Beck i Levine su se isto opredelili za uporednu

⁵⁴ Jovičić i Mitrović (2011).

analizu metoda za ocenjivanje regresionih parametara, u njihovom slučaju panel metoda i metoda običnih najmanjih kvadrata, i dobili takođe veoma slične ocene regresionih koeficijenata. Ovi rezultati upućuju na pohvalno visoku konzistentnost u dobijenim rezultatima empirijskih istraživanja.

U svim prethodno komentarisanim radovima nastojala se dokazati relevantnost razvijenosti finansijskog sistema za privredni rast, ali je malo urađeno na planu razmatranja konkretnih kanala i mehanizma putem kojih se pospešuje privredni rast. Odgovor na to pitanje mogu dati samo mikroekonomska empirijska istraživanja koja su orijentisana na privredne sektore i grane, odnosno preduzeća. Ovim istraživanjima se unosi nova dimenzija u razumevanje kompleksne mreže odnosa i uticaja finansijskog sistema na privredu. Radovi objavljeni u okviru ovih istraživanja čine drugu veliku grupu u okviru skupine radova posvećenih tematici finansijskog razvoja.

Rajan i Zingales (1998) (skr. RZ) su pioniri u ovoj vrsti istraživanja. Po njima, više razvijeni finansijski sistemi obezbeđuju lakši pristup eksternim izvorima finansiranja. Ovo je posebno povoljna okolnost za one privredne sektore i grane koji su više zavisni od eksternih izvora finansiranja, po pravilu usled nedostatka dovoljno interno generisanih sredstava. Zbog toga bi oni trebalo da uživaju relativno više koristi od progresa u finansijskom razvoju nego drugi privredni sektori i grane koji se relativno manje oslanjaju na eksterne izvore finansiranja. Ovo razmišljanje daje osnova za sprovođenje logičnog testa u kome se ispituje da li privredni sektori i grane koji se više oslanjaju na eksterne izvore finansiranja beleže više stope rasta u privredama u kojima je finansijski sistem relativno više razvijen. Ako bi odgovor bio pozitivan, dodao bi se još jedan argument tvrdnji da finansijski razvoj podstiče ekonomski rast. Polazeći od pretpostavke da je finansijski sistem u SAD najbliži idealu efikasnog finansijskog sistema koji funkcioniše bez negativnih frikcija, kao i da tehnološki faktori određuju nivo zavisnosti privrednog sektora od eksternih izvora finansiranja i da su oni konstantni posmatrano po zemljama, RZ sprovode svoju analizu. Na osnovu ovih pretpostavki RZ su prvo formirali rang listu privrednih sektora u SAD prema njihovim objektivnim nivoima eksternog

finansiranja⁵⁵, na osnovu koje su izdvojili sektore koji se najviše oslanjaju na njih. Poslednja pretpostavka prema kojoj su tehnološki faktori konstantni po zemljama im je dala podlogu da formiranu rang listu tretiraju kao univerzalno važeću za sve zemlje. U drugom koraku, oni su razvili model kojim su ocenjivali hipotezu po kojoj izdvojeni privredni sektori, koji zbog prirode svog funkcionisanja jesu više upućeni na eksterne izvore finansiranja, ostvaruju više stope rasta u zemljama na višem nivou finansijskog razvoja. Njihov model ima sledeću formu:

$$Growth_{i,k} = a + bC + cI + dShare_{i,k} + e[External_i * FD_k] + u_{i,k}$$

Zavisna varijabla $Growth_{i,k}$ je prosečna godišnja stopa rasta dodate vrednosti u sektoru i i zemlji k u periodu od 1980. do 1990. godine. C i I su matrice veštačkih promenljivih za zemlje i sektore, respektivno⁵⁶. $Share_{i,k}$ je učešće sektora i u ukupnoj dodatoj vrednosti svih privrednih sektora u zemlji k u 1980. godini. Konačno, $External_i$ je deo kapitalnih izdataka koji nije finansiran iz interno generisanih novčanih tokova u sektoru i u SAD i FD_k je indikator finansijskog razvoja za zemlju k , a njihov proizvod se nalazi u fokusu celog istraživanja. On simbolizuje interakciju između eksternog finansiranja određenog sektora i nivoa finansijskog razvoja. Kada bi regresioni koeficijent e bio pozitivan i statistički značajan, to bi značilo da bi rast nivoa finansijskog razvoja doveo do većeg rasta zavisne varijable $Growth_{i,k}$ u onim sektorima koji se relativno više oslanjaju na eksterne izvore finansiranja u odnosu na one koji su više orijentisani na interne izvore

⁵⁵ RZ prave razliku između realizovanog nivoa eksternog finansiranja i objektivno potrebnog nivoa eksternog finansiranja, jer je prva veličina određena ponudom i tražnjom za ovim izvorima finansiranja pa neće u pravoj meri reflektovati stvarne potrebe. Objektivno potreban nivo eksternog finansiranja je onaj koji se postiže pri perfektno elastičnoj ponudi izvora finansiranja, jer se samo tako može pouzdano utvrditi zavisnost sektora od eksternih izvora finansiranja. Kako autori smatraju da je finansijsko tržište u SAD-u najpribližnije perfektnom finansijskom tržištu u kome se mogu pozajmiti neograničeni iznosi sredstava po preovlađujućoj kamatnoj stopi koja je prilagođena za nivo rizika, koriste ga kao benčmark u svojoj analizi.

⁵⁶ Uključivanjem ovih veštačkih promenljivih za zemlje i sektore vrši se obuhvatanje uticaja u modelu onih faktora koji su karakteristični za pojedinačne zemlje i sektore, a koji mogu imati veoma značajan uticaj na kretanje zavisne promenljive. Prihvatljivo je pretpostaviti da veštačkim promenljivim za zemlje na ovaj način mogu biti obuhvaćeni dodatni kanali uticaja finansijskog razvoja na stopu rasta privrednih sektora. Ako finansijski razvijenije zemlje sa velikim finansijskim tržištima karakterišu niži transakcioni troškovi nastali po osnovu retransfere finansijskih sredstava između ekonomskih subjekata, što je osnovana pretpostavka, privredni sektori u tim zemljama bi uživali izvesne povoljnosti koje bi pozitivno uticale na njihov rast. Ovaj uticaj finansijskog razvoja bi bio obuhvaćen veštačkom promenljivom za zemlju, a ne regresionim koeficijentom uz interakciju nivoa eksternog finansiranja određenog sektora i finansijskog razvoja.

finansiranja. U suštini, RZ se koncentrišu na razlike u stopama rasta pojedinačnih sektora u posmatranim zemljama koje povezuju sa obrascem izvora finansiranja.

Kao ilustraciju RZ u svom radu navode razliku između realnih stopa rasta mašinske industrije (koja se nalazi na 75 percentilu u uzorku prema zavisnosti od eksternog finansiranja) i industrije pića (koja se nalazi na 25 percentilu u uzorku prema zavisnosti od eksternog finansiranja) u Italiji (koja se nalazi na 75 percentilu u uzorku prema nivou finansijskog razvoja) i Filipinima (koji se nalaze na 25 percentilu u uzorku prema nivou finansijskog razvoja). Prema njihovom ocenjenom modelu, ne navodeći sve ocenjene regresione koeficijente jer nisu navedeni ni u originalnom radu:

$$Growth_{i,k} = a + bC + cI - 0,912 * Share_{i,k} + 0,069[External_i * FD_k] + u_{i,k}$$

(0,246) (0,023)

mašinska industrija će rasti brže od industrije pića u Italiji, nego na Filipinima, za skoro 1,3 procentna poena na godišnjem nivou. Ako se zna da je prosečna realna godišnja stopa rasta svih sektora 3,4%, ova vrednost se čini prilično velikom.

Po ugledu na ideju o primenjenom povoljnom načinu delovanja finansijskog sistema na privredni rast, koju su prvu izneli RZ, drugi istraživači su nastavili da ispituju hipotezu o nejednakom uticaju finansijskog razvoja na različite privredne sektore. Hur, Raj i Riyanto (2006) su pokazali da u zemljama koje se nalaze na višem nivou finansijskog razvoja, privredni sektori koje karakteriše veće učešće nematerijalne imovine u ukupnoj imovini beleže veći obim spoljnotrgovinske razmene i veće učešće u ukupnom izvozu nego što je to slučaj kod zemalja koje se na lestvici finansijskog razvoja kotiraju relativno nisko. U ovim drugim zemljama može se očekivati veći relativni značaj privrednih sektora koje karakteriše veće učešće materijalne imovine u ukupnoj imovini. Braun (2003) je takođe dokazao da privredni sektori koje karakteriše veće učešće nematerijalne imovine u ukupnoj imovini beleže značajno veće stope rasta i više doprinose bruto domaćem proizvodu u onim zemljama koje imaju visoko razvijene finansijske sisteme. U kontekstu

predmeta izučavanja ovih radova može se zaključiti da razvijen finansijski sistem poseduje sve odlike izvora komparativne prednosti za zemlju.

U određenim radovima se nastojala dalje potvrditi postulirana veza između razvijenosti finansijskog sistema i rasta i razvoja privrednih sektora koji se relativno više oslanjaju na eksterne izvore finansiranja. Fisman i Love (2004) tvrde da postoji razlika u navedenoj vezi u zavisnosti od opredeljenog vremenskog horizonta. U dugom roku, prema njima, pozitivna veza opstaje i zemlje sa razvijenim finansijskim sistemom će se usredsrediti na razvoj privrednih sektora koji se više oslanjaju na eksterne izvore finansiranja. U kratkom roku u navedenim zemljama se može očekivati veća podrška privrednim sektorima koji imaju bolje perspektive za rast u globalnim okvirima, a koje su posledica nekog pozitivnog šoka koji je realizovan, zbog čega finansijski sistem opravdano sprovodi realokaciju resursa u korist ovih sektora. Identifikacija tih privrednih sektora ni na koji način ne zavisi od njihove zavisnosti od eksternih izvora finansiranja. Ovaj "nedosledan" učinak funkcionisanja visoko razvijenog finansijskog sistema u vremenu je logičan i u harmoniji sa njegovim osnovnim zadatkom kanalisanja novca ka njegovim najkorisnijim upotrebama, tj. najproduktivnijim projektima. U kratkom roku u zemlji na visokom nivou finansijskog razvoja, stopa rasta sektora je funkcija njegovog potencijala za rast, dok je u dugom roku ona funkcija zavisnosti od eksternih izvora finansiranja, jer će od eksternih izvora finansiranja zavisni sektori iskoristiti svoju komparativnu prednost njihove izdašne raspoloživosti. Kao posledica toga, u dugom roku zemlje na visokom nivou finansijskog razvoja će se specijalizovati u onim sektorima koji su više zavisni od eksternih izvora finansiranja, zbog čega će i udeo ovih sektora u bruto domaćem proizvodu biti viši.

Guiso, Jappelli, Padula i Pagano (2005) (skr. GJPP) su sprovedi istraživanje koje je od svih radova koji se bave izučavanjem dotične tematike najbliže izvornom radu RZ. Koristeći se modelom koji su razvili RZ, oni su izneli i novu interpretaciju dobijenih rezultata. Po njima, izvorni RZ model je veoma dobro koncipiran i može se koristiti za testiranje efekata finansijske integracije u vremenu i u okviru definisane grupe zemalja. Oni su proširili broj zemalja obuhvaćenih istraživanjem sa 41 na 61 zemlju. Koristili su četiri baze podataka iz kojih su uzimali podatke za potrebe analize. U pogledu indikatora

finansijskog razvoja ograničili su se na (1) učešće kapitalizacije tržišta akcija u bruto domaćem proizvodu, (2) učešće kreditnih potraživanja banaka i drugih finansijskih institucija od privatnog sektora u bruto domaćem proizvodu i (3) računovodstvene standarde⁵⁷. U Tabeli 2. dati su rezultati koje su GJPP dobili regresirajući realnu stopu rasta dodate vrednosti svih u istraživanje uključenih privrednih sektora u analiziranim zemljama u periodu od 1981. godine do 1991. godine na odabrani skup objašnjavajućih promenljivih.

Tabela 2: Ocena veze između razvijenosti finansijskog sistema i rasta privrednih sektora koji se relativno više oslanjaju na eksterne izvore finansiranja

	1	2	3	4
Učešće u dodatoj vrednosti, 1981	-0,280** (0,060)	-0,277** (0,054)	-0,299** (0,064)	-0,368** (0,081)
Eksterna zavisnost X tržišna kapitalizacija	0,037** (0,014)			
Eksterna zavisnost X kreditna potraživanja		0,035* (0,014)		
Eksterna zavisnost X suma trži.kap i kred. potr.			0,023** (0,008)	
Eksterna zavisnost X računovodstveni stand.				0,07* (0,037)
R²	0,38	0,36	0,37	0,39

Izvor: Guiso, Jappelli, Padula i Pagano (2005)

** regresioni koeficijent je statistički značajan na nivou značajnosti 0,01; * na nivou značajnosti 0,05.

** i * ukazuju na nivo statističke značajnosti regresionog koeficijenta od 1% i 5%, respektivno.

Kao i kod RZ u svim ocenjenim regresionim jednačinama uključene su veštačke promenljive za zemlje i sektore i konstanta, iako u tabeli nisu raportirani. U svim

⁵⁷ RZ su uveli ovaj indikator finansijskog razvoja. U osnovi, što su viši standardi obelodanjivanja relevantnih finansijskih informacija i računovodstvenih izveštaja za preduzeća, njima će biti lakše da prikupe potrebna finansijska sredstva od šireg kruga zainteresovanih investitora. Indikator nisu samostalno kalkulirali već su iskoristili indeks koji CIFAR (Center for International Financial Analysis and Research) utvrđuje. CIFAR je formulisao listu od 90 stavki koje bi godišnji izveštaji kompanija trebalo da poseduju da bi se oni smatrali u potpunosti informativnim. Tako bi u zemlji u kojoj godišnji izveštaji sadrže svih 90 stavki njena vrednost ovog indeksa bila 90, dok bi zemlja u kojoj u godišnjim izveštajima njenih preduzeća izostaje 15 od 90 bitnih stavki imala vrednost indeksa od 75.

jednačinama figurira učešće svakog sektora u ukupnoj dodatoj vrednosti na nivou zemlje u 1981. godini, što je početna godina vremenskog perioda koji se posmatra. Ova varijabla se uvodi zbog potencijalne opasnosti u pogledu validnosti dobijenih rezultata, a koja je već primećena u Fisman i Love. Naime, finansijski razvoj može uticati kako na sposobnost privrednog sektora da brže raste, tako i na strukturu privrede. Stoga je prisutna korelacija između strukture privrede i nivoa finansijskog razvoja, koja može dovesti do pristrasnosti ocenjenog regresionog koeficijenta proizvoda eksterne zavisnosti i indikatora finansijskog razvoja. Ovo će se zbiti samo onda kada se stopa rasta onih sektora koji dominiraju u ekonomskoj aktivnosti zemlje, odnosno sektora u kojima se dotična zemlja specijalizovala, značajno razlikuje od prosečne stope rasta svih sektora⁵⁸. Uključivanjem navedene varijable postiže se obuhvatanje potencijalnog učinka finansijskog razvoja na rast privrednog sektora koji je posledica specijalizacije privrede.

Analizirajući rezultate iz Tabele 2. primećuje se da je u sve četiri ocenjene jednačine ocenjeni parametar interakcije nivoa eksternog finansiranja određenog sektora i određenog indikatora finansijskog razvoja statistički značajan⁵⁹, u dva slučaja na nivou značajnosti od 1% a u dva na nivou od 5%. Najniža vrednost ocenjenog parametra interakcije zabeležena je u trećoj jednačini, u prvoj i drugoj jednačini vrednosti su veoma bliske, dok je u četvrtoj jednačini u kojoj kao indikator finansijskog razvoja figuriraju računovodstveni standardi vrednost najveća. Sumarno, dobijeni rezultati podupiru hipotezu o pospešujućem efektu finansijskog razvoja na rast privrednih sektora koji su inherentno više zavisni od pozajmljenih izvora finansiranja.

⁵⁸ Ovde se ima u vidu efekat konvergencije. Njime se predviđa da će oni sektori koji imaju visoko učešće u ukupnoj dodatoj vrednosti/ukupnom autputu rasti sporije od drugih sektora čije je učešće relativno skromnije i u kojima se mogu očekivati više stope rasta zbog relativno niske početne baze. Efekat konvergencije potvrđuje i negativan predznak uz varijablu učešće u dodatoj vrednosti, 1981; u Tabeli 1. Ako pretpostavimo da se finansijski razvijena zemlja specijalizuje u onim sektorima koji su finansijski zavisni, oni bi prema efektu konvergencije trebali da beleže relativno niske stope rasta u odnosu na druge sektore na nižem nivou razvoja što bi u empirijskoj analizi dovelo do potcenjivanja efekata finansijskog razvoja, a možda i do njegove statističke beznačajnosti u regresionoj analizi.

⁵⁹ U trećoj jednačini koristi se kao indikator finansijskog razvoja zbir prethodna dva indikatora. GJPP u radu ovaj indikator nazivaju ukupnim izvorima finansiranja (*total finance*), koji je za njih preferirani indikator.

Naposletku, unutar grupe radova posvećene tematici finansijskog razvoja, a koji se zasnivaju na mikroekonomskim empirijskim istraživanjima, ističu se oni radovi u kojima su osnovne jedinice posmatranja i analize pojedinačna preduzeća. Ovo je istovremeno najniži nivo posmatranja na kome se može ispitivati relacija između razvijenosti finansijskog sistema i nivoa ekonomske aktivnosti. Sprovođenje istraživanja na ovom nivou zahteva sveobuhvatne i detaljne baze podataka o preduzećima za dovoljno veliki broj zemalja. Početni rad koji je definisao ovaj pravac istraživanja napisali su Demirgüç-Kunt i Maksimovic (1998) (skr. DM). Kao i RZ, i oni su usmerili svoju pažnju na to koliko više razvijen finansijski sistem uspešnije uklanja finansijske prepreke za rast i razvoj preduzećima. Za razliku od RZ koji su pretpostavili da preduzeća koja pripadaju određenom privrednom sektoru u svakoj posmatranoj zemlji imaju iste potrebe za eksternim finansiranjem, DM smatraju da ove potrebe za eksternim finansiranjem nisu uniformne, odnosno da različite korišćene tehnologije proizvodnje, nivoi profitabilnosti preduzeća ili lokalne tržišne okolnosti izazivaju diverzitet u ovim potrebama. Konkurentsko okruženje se ubraja u faktore koji opisuju lokalne tržišne okolnosti. Ako se neko preduzeće ne suočava sa jakom konkurencijom, ili analogno tome uživa koristi od visoke tražnje za svojim proizvodima, ono će to iskoristiti na način da kreira dovoljno visoke novčane prilive koji će mu omogućiti da samostalno finansira investicione planove. Ovu povoljnost verovatno ne mogu da koriste sva preduzeća na globalnom nivou koja pripadaju istom sektoru, što će ih u smislu finansiranja investicionih planova usmeriti ka finansijskim institucijama uvećavajući tako njihovu eksternu finansijsku zavisnost. Na osnovu ovog rasuđivanja može se konstatovati da specifične okolnosti svakog preduzeća determinišu njegove potrebe za eksternim finansiranjem, a pripadnost privrednom sektoru je samo jedna od njih.

Zbog diverziteta u potrebama za eksternim finansiranjem, a koristeći opšteprihvaćeni model plana finansiranja poslovanja i rasta preduzeća⁶⁰, DM kalkulišu za svako preduzeće dve potencijalne stope rasta. Prva stopa rasta je ona stopa koju preduzeće može ostvariti finansirajući se samo iz internih izvora, a druga stopa se računa uzimajući u

⁶⁰ U literaturi iz poslovnih finansija korišćeni model se naziva modelom procenta prihoda od prodaje (*the percentage of sales approach*).

obzir finansiranje kako iz internih izvora, odnosno zadržanog profita, tako i iz kratkoročnog duga. Nakon utvrđivanja ovih dveju stopa rasta za svako preduzeće DM posmatraju proporciju preduzeća čija je realizovana stopa rasta veća od modelom izračunatih. Svako takvo preduzeće se nesumnjivo oslanja na eksterne izvore finansiranja koji mu omogućavaju brži rast, pri čemu se kod druge stope rasta konkretno misli na finansiranje korišćenjem dugoročnog duga ili emisijom akcija. Proporcija takvih preduzeća se računa po zemljama. Južna Afrika i Turska imaju najmanju proporciju preduzeća čija je stopa rasta veća od stope koja se može ostvariti finansiranjem iz internih izvora i iz kratkoročnog duga, 19% i 23% respektivno, dok je proporcija najveća u Južnoj Koreji i Japanu, 56% i 52% respektivno. Ove vrednosti koje definišu granice kretanja dotične proporcije ukazuju na raspon njenog varijabiliteta među zemljama. Poredeći dve navedene stope može se oceniti i relativni značaj kratkoročnog duga kao izvora sredstava za ekspanziju preduzeća u analiziranim zemljama. U Nemačkoj 60% preduzeća ostvaruje stopu rasta koja je veća od one ostvarive oslanjanjem samo na interne izvore finansiranja, dok 48% preduzeća ostvaruje stopu rasta veću od stope dostižne oslanjanjem samo na interne izvore i kratkoročni dug. To znači da za 12% analiziranih nemačkih preduzeća sâm kratkoročni dug podmiruje sve zahteve za finansiranjem rasta poslovanja iz eksternih izvora, dok su za 48% preduzeća neophodni dugoročni izvori finansiranja u formi dugoročnog duga ili dodatne emisije akcija.

Kao dopunsku stopu rasta koja pomaže da se jasno razgraniči važnost kratkoročnog i dugoročnog duga kao izvora finansiranja, DM koriste maksimalnu održivu stopu rasta (*maximum sustainable growth rate*). Ona se utvrđuje pod pretpostavkom da preduzeće ne isplaćuje dividende akcionarima, a da se kvantum kratkoročnog i dugoročnog duga povećava samo za iznos dovoljan da se ratio zaduženosti održi na istom nivou, odnosno da ratio ukupnog duga i ukupne imovine bude konstantan. Od analiziranih nemačkih preduzeća njih 30% ostvaruje veću stopu rasta od maksimalno održive stope rasta. Pod ograničavajućom pretpostavkom da nemačka preduzeća ne menjaju strukturu izvora finansiranja, može se konstatovati da se 18% nemačkih preduzeća, pored kratkoročnog duga, oslanja još i na dugoročni dug čime u potpunosti zadovoljava potrebe za eksternim finansiranjem. Ako uporedimo ovih 18% nemačkih preduzeća sa drugih 12% nemačkih

preduzeća kojima je dovoljan samo kratkoročni dug, zaključujemo da je u Nemačkoj dugoročni dug relativno važniji izvor finansiranja za preduzeća nego kratkoročni dug. Međutim, u ukupnom uzorku od 30 zemalja, samo se kod pet zemalja dolazi do ovakvog zaključka, a pored Nemačke to su još i Kanada, Finska, Južna Koreja i Norveška. U velikoj većini zemalja, kako razvijenih tako i nerazvijenih, kratkoročni dug je ipak značajniji kao izvor finansiranja od dugoročnog duga.

DM utvrđenu proporciju preduzeća koja rastu brže od stope koju implicira korišćenje internih izvora i kratkoročnog duga (referentna stopa), koriste da bi testirali hipotezu o podsticajnom dejstvu finansijskog razvoja na rast i razvoj preduzeća. Izborom ove proporcije oni se zapravo fokusiraju na dugoročni dug i emisiju vlasničkih hartija od vrednosti kao pokretačku snagu finansiranja dodatnog rasta preduzeća. Ovo opredeljenje nije bez osnova, jer zdrava finansijska pravila poslovanja predviđaju da se iz dugoročnih izvora finansiraju investicije, pa bi se grubo moglo reći da proporcija pokazuje procenat preduzeća koja realizuju investicione projekte, odnosno pribavljaju kapitalna dobra. Dodatne prednosti proporcije su što upućuje na širinu pristupa probranim eksternim izvorima finansiranja, a njenim korišćenjem se izbegava preteran uticaj vanserijskih opservacija na dobijene rezultate do kog bi došlo prostim korišćenjem razlika u stopama rasta.

Skraćena specifikacija modela koji su DM testirali ima sledeći izgled:

$$Proportion\ excess\ growth_i = \alpha + \beta_i FD_i + \gamma_i CV_i + u_i$$

Regresioni parametri β se nalaze uz indikatore finansijskog razvoja. DM su odabrali tri indikatora: a.) racio tržišne kapitalizacije berze i bruto domaćeg proizvoda, b.) racio obrta (koji su takođe koristili i Levine i Zervos (1998)) i c.) racio ukupne imovine bankarskog sektora i bruto domaćeg proizvoda. Poslednji indikator se razlikuje od drugih sličnih indikatora razvoja bankarskog sektora koji su se koristili u prethodnim radovima, a koji su se umesto na ukupnoj imovini prvenstveno bazirali na plasmanima. Familija regresionih parametara γ se nalazi uz skup kontrolnih varijabli. Pored regularnih

kontrolnih varijabli kojima se u analizi obuhvataju razlike u stanju ekonomskog okruženja zemalja, DM u svom radu koriste i nove varijable kojima se obuhvataju individualne karakteristike preduzeća. U prvom koraku svoje analize, DM nastoje da objasne odstupanje realizovanih stopa rasta preduzeća od modelom izračunatih stopa pomoću varijabli koje opisuju karakteristike preduzeća, pri čemu se analiza sprovodi na nivou zemalja⁶¹. U ulozi objašnjavajućih varijabli nalaze se racija koja se dobijaju iz finansijskih izveštaja preduzeća i ukupno ih je sedam. U delu rada u kome se direktno ispituje uticaj razlika u razvijenosti finansijskog sektora na eksterno finansiranje preduzeća, i iz kog potiče gore izložena specifikacija modela, koristi se samo jedan od njih - racio neto fiksne imovine i ukupne imovine jer se ostali nisu potvrdili kao statistički značajni.

U izloženoj specifikaciji pozitivan i statistički značajan regresioni koeficijent uz objašnjavajuću promenljivu se interpretira na način da zemlje sa većom vrednošću te objašnjavajuće promenljive imaju veću srazmeru preduzeća čija je stopa rasta viša od one koju implicira finansiranje rasta iz internih izvora i kratkoročnog duga u ukupnom broju preduzeća. Kada su u pitanju indikatori finansijskog razvoja, racio obrta i racio ukupne imovine bankarskog sektora i bruto domaćeg proizvoda su statistički značajni u zasebnim konkretno testiranim verzijama specifikovanog modela i sa pozitivnom vrednošću regresionog koeficijenta, što se ne može reći i za racio tržišne kapitalizacije berze i bruto domaćeg proizvoda. Veličina bankarskog sektora tako pospešuje brži rast preduzeća i kapitalna ulaganja, dok veličina tržišta akcija ne proizvodi isti efekat. Umesto toga, likvidnost tržišta akcija ima pozitivno dejstvo na brži rast preduzeća i korespondira sa lakšim pristupom dodatnim dugoročnim izvorima finansiranja. Ovaj zaključak nije nov. Levine i Zervos (1998) su takođe došli do njega u svom radu, pa se može reći da je zaključak dvostruko argumentovan, što dodatno pojačava i njegovu validnost.

⁶¹ Izdvaja se nekoliko zapaženijih opservacija u ovom odeljku analize. U svim zemalja osim jedne afričke zemlje manje profitabilna preduzeća su sklonija korišćenju eksternih dugoročnih izvora finansiranja. Zauzvrat, pitanje povezanosti veličine preduzeća i stepena korišćenja eksternih izvora finansiranja nije jednoznačno definisano, pa tako velika preduzeća u anglosaksonskim zemljama znatno manje koriste ove izvore finansiranja nego u nekim evropskim zemljama. U određenom broju razvijenih zemalja primećeno je i da preduzeća koja isplaćuju dividendu manje koriste eksterne izvore finansiranja, kako kratkoročnog tako i dugoročnog porekla.

Od drugih korišćenih varijabli izdvajaju se indeks efikasnosti pravnog sistema u zaštiti vlasničkih prava i stopa inflacije. Regresioni koeficijent uz indeks efikasnosti pravnog sistema je statistički značajan i pozitivan. Prema tome, zemlje sa većom vrednošću ovog indeksa, a veća vrednost podrazumeva veću efikasnost i kredibilnost pravnog sistema u rešavanju pravnih sporova, karakteriše veća srazmera preduzeća sa stopama rasta iznad referentne stope rasta. Odgovorno poštovanje pravnih normi od strane ekonomskih subjekata i korektno sprovođenje odredbi ugovora zaključenih između tih subjekata, koje čvrsto garantuje pravni sistem ukoliko se za tim javi potreba, posebno podsticajno deluju na zaključivanje ugovora o dugoročnom finansiranju između preduzeća i njegovih kreditora. Pored ovog indeksa i prosečna stopa inflacije u zemljama ima uticaja na zaključivanje dugoročnih kreditnih ugovora. Empirijski je potvrđeno da zemlje sa visokom stopom inflacije karakteriše i veliki varijabilitet stope inflacije, odnosno velika varijansa stope inflacije. Ovaj varijabilitet otežava određivanje adekvatne i istovremeno obostrano prihvatljive aktivne kamatne stope na dugoročne kredite. Ako se dogovori relativno niska aktivna nominalna kamatna stopa i inflacija bude viša od očekivane, na gubitku će biti kreditori jer bi realna kamatna stopa bila niža od planirane a možda i negativna, što će ih destimulisati od ovog vida kreditiranja. Sa druge strane, ako se dogovori relativno visoka aktivna nominalna kamatna stopa i inflacija bude niža od očekivane, na gubitku će biti dužnici jer bi realna kamatna stopa bila daleko viša od planirane, što će ih odvratiti od prihvatanja uslova ovog vida kreditiranja. U uslovima cenovne stabilnosti, odnosno niskih i predvidivih stopa inflacije navedeni problemi nestaju što povoljno utiče na realizaciju ovog tipa kreditnih aranžmana. U skladu sa iznetim razmatranjem, ocenjeni koeficijent uz stopu inflacije je statistički značajan i sa negativnim predznakom.

Iznoseći rezultate celokupne analize DM ističu da brži rast preduzeća jeste povezan sa razvijenošću finansijskog sistema i pravnog poretka koji pospešuju mobilisanje najkvalitetnijih izvora finansiranja. U zemljama čiji su finansijski i pravni sistem ocenjeni kao relativno nerazvijeni trpe preduzeća koja teško ostvaruju pristup najkvalitetnijim izvorima finansiranja, što sputava njihov rast i razvoj i koči ukupnu ekonomsku aktivnost. Ovaj rezultat je u skladu sa zaključcima do kojih se došlo u prethodnim

radovima. Takođe, istaknuto je i da je prinos na kapital, kao i prinos na dugoročne izvore finansiranja, značajno manji u zemljama sa razvijenijim finansijskim i pravnim sistemom, što indirektno preduzeća iz tih zemalja čini još više upućenim i zavisnim od eksternih izvora finansiranja budući da je nivo ostvarenog profita niži.

Sumirajući rezultate, nalaze i zaključke svih istraživanja koja su prezentovana u odabranim izloženim radovima dolazimo do kritične mase argumenata za validnost tvrdnje da postoji veoma jaka veza između razvijenosti finansijskog sistema i nivoa i tempa ekspanzije ekonomske aktivnosti. To su na isti način potkrepljivali radovi zasnovani na analizi performansi nacionalnih ekonomija korišćenjem tradicionalne ekonometrijske analize, na primeni panel metoda koji iskorišćava varijabilitet vremenske dimenzije podataka i na mikroekonomskim empirijskim istraživanjima u kojima su jedinice posmatranja privredni sektori ili preduzeća. Svaki od primenjenih pristupa i metodologija poseduje određene prednosti i nedostatke, ali uprkos svim razlikovanjima izvedeni zaključci su visoko konzistentni. Oni su sledeći:

- zemlje sa naprednijim finansijskim sistemom imaju tendenciju da rastu brže od drugih zemalja. Unutar finansijskog sistema podjednako su važni bankarski sektor i tržište kapitala. Kod bankarskog sektora bitna je njegova veličina, a kod tržišta kapitala njegova likvidnost. Poželjno je da se bankarski sektor nalazi u privatnom vlasništvu, da je sposoban da mobiliše velike iznose finansijskih sredstava i da ih usmeri preduzećima u privatnom vlasništvu.
- priznaje se međusobna zavisnost između nivoa finansijskog razvoja i ekonomskog rasta, ali je dokazano da smer uzročnosti ide od finansijskog razvoja prema privrednom razvoju.
- dokazana prednost koju napredniji finansijski sistem pruža privrednim sektorima i preduzećima ogleda se u otvorenom i široko dostupnom pristupu eksternim izvorima finansiranja što podstiče njihovu ekspanziju. U suprotnom, preduzeća koja imaju prilike da rastu, zbog ograničenja u izvorima svog finansiranja, ne bi bila u stanju da te povoljnosti i iskoriste.

Zajednička slabost razmatranih istraživanja jeste nesavršenost korišćenih indikatora finansijskog razvoja. Oni nisu direktno povezani sa fundamentalnim funkcijama koje vrši finansijski sistem kao što su razrešenje problema asimetričnih informacija, diversifikacije rizika ili transakcionih troškova kod finansijskih transakcija. Stoga, korišćeni indikatori ne mogu da predstavljaju savršeno preciznu meru kvaliteta funkcionisanja finansijskog sistema.

Primena novih pristupa i metodologija u analizi relacije između finansijskog sistema i privrednog razvoja otvara prostor za nova saznanja u ovoj sferi istraživanja, koja mogu razjasniti neka još otvorena pitanja, zatim potvrditi ili čak i pobiti neki od već izvedenih zaključaka. Ali, osporavanje tvrdnje o postojanju i snazi ključne relacije čini se malo verovatnim.

1.6. Uspostavljanje jedinstvenog tržišta finansijskih usluga u Evropi

Sporazum iz Rima koji je potpisan 25. marta 1957. godine i kojim je uspostavljena Evropska ekonomska zajednica (skr. EEZ) je formalno ishodište integracionih procesa u Evropi. Članovi 2. i 3. Sporazuma definišu ciljeve i aktivnosti koje će novouspostavljena zajednica sprovoditi, a sa nosećom idejom stvaranja jedinstvenog ekonomskog područja, odnosno jedinstvenog evropskog tržišta kako se to definisalo u potonjim krucijalnim dokumentima kojima je uređeno funkcionisanje Evropske Unije (skr. EU), kako je početna zajednica preimenovana 1992. godine. U vreme njegovog donošenja glavne prepreke stvaranju jedinstvenog ekonomskog područja bile su trgovinske barijere, a među njima posebno carine i kvote. Napredak u ukidanju carina se relativno brzo postizao, premda je kriza kroz koju je svet prolazio 1970-ih godina dovela do narastanja necarinskih barijera slobodnoj trgovini unutar EU. Za razliku od valjanog napretka koji je postignut na tržištu roba, gde je trgovina robom zaista postala slobodna, integracija tržišta kapitala i tržišta rada, odnosno tržišta faktora proizvodnje, nisu napredovale jednakom brzinom. Spor i skroman napredak u integraciji tržišta kapitala se delimično duguje

pozivanju od strane država članica na izuzetke⁶² koje je Sporazum⁶³ predviđao, i čija primena povlači zabrane i ograničenja koja umesto liberalizacije ovog tržišta vode njegovom zatvaranju. Dodatna otežavajuća okolnost za integraciju je bila odluka Evropskog suda pravde da vlade imaju pravo nametanja posebnih regulatornih zahteva i pravila za prekogranične pružaoce usluga pod uslovom, između ostalog, da su ta pravila objektivno opravdana opštim državnim interesom i da zemlja nema načina da primeni druge manje restriktivne mere kojima se postiže isti cilj.

1.6.1. Model integracije tržišta kapitala

Slobodno kretanje kapitala je preduslov jedinstvenog tržišta finansijskih usluga, ali i mehanizam za efikasnu alokaciju kapitala. Svaka kontrola u kretanjima kapitala snižava alokativnu efikasnost koja se posmatra na nivou privreda uključenih u analizu. Ovo se može ilustrovati u statičnom neoklasičnom modelu u kojem se prati integracija tržišta kapitala u svetu u kome postoje samo dve zemlje⁶⁴. Slika 11. opisuje dotični model. Ukupna količina kapitala kojom raspolažu dve zemlje, zemlja A i zemlja B, određena je horizontalnom linijom koja se prostire između tačaka Q_A i Q_B . Kriva tražnje za kapitalom u obe zemlje određena je krivom graničnog proizvoda kapitala MPK_A i MPK_B , respektivno za zemlje A i B. Zbog zakona opadajućih prinosa, kojim se konstatuje da količina proizvoda koja se dobija na osnovu dodatne jedinice kapitala opada sa rastom kvantuma angažovanog kapitala, pod pretpostavkom da količina drugog faktora proizvodnje ostaje nepromenjena; obe krive imaju negativan nagib⁶⁵. U situaciji u kojoj nema mobilnosti kapitala kompletan kapital se angažuje samo u zemlji svog porekla. Prinos koji kapital donosi vlasnicima kapitala u zemlji A je jednak r_A , a u zemlji B je r_B . Ovi prinosi su ravnotežni prinosi ukoliko na tržištu kapitala vladaju uslovi savršene konkurencije, što model i predviđa i zbog čega, između ostalog, nema neangažovanog

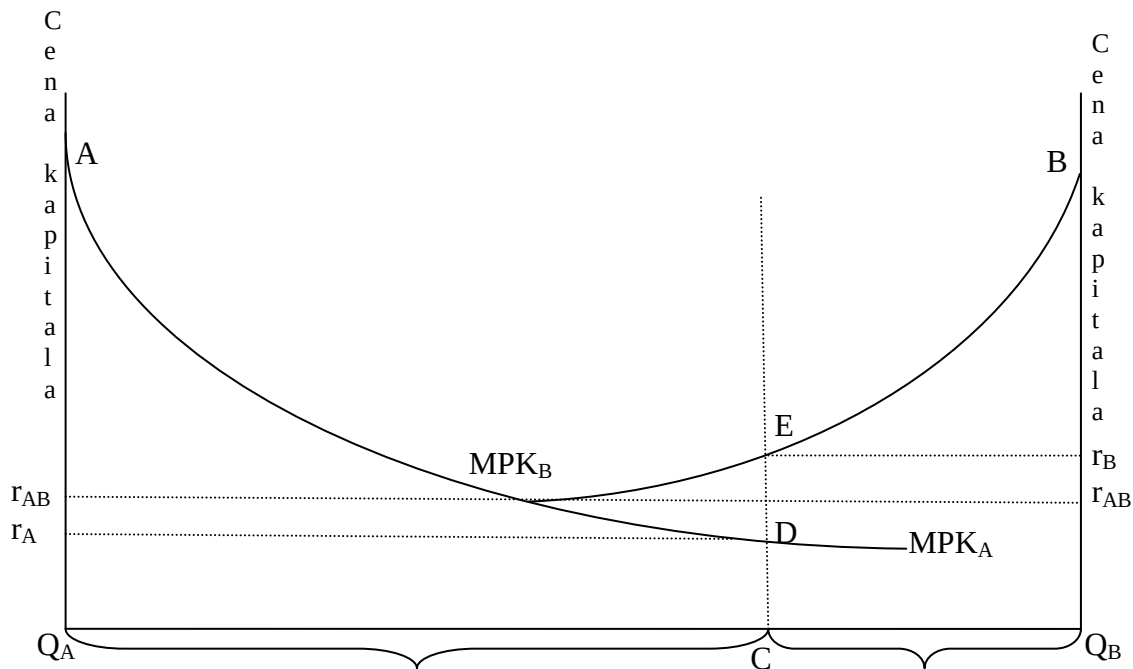
⁶² Npr. član 73. Sporazuma predviđa izbegavajuću klauzulu (*escape clause*) koja daje pravo vladama zemalja članica da uvedu restrikcije na mobilnost kapitala, koja je predviđena članom 3. Sporazuma, u periodima platnobilansnih kriza. Tako se potpuna liberalizacija svela samo na tekuće transakcije platnog bilansa.

⁶³ Članovi izvornog Sporazuma koji se odnose na uređivanje slobodnog kretanja kapitala su od rednog broja 67. zaključno sa 73.

⁶⁴ Baldwin i Wyplosz (2010), Molle (2006) i Neal (2007).

⁶⁵ Nagib ovih kriva opredeljuje tehnologija kojom raspolažu dotične zemlje.

kapitala. Ravnotežni prinos u zemlji A je manji nego u zemlji B, što je i očekivano obzirom da je zemlja A bogatija kapitalom u odnosu na zemlju B ($Q_A C > Q_B C$).



Slika 11: Model međunarodnog tržišta kapitala bez mobilnosti kapitala

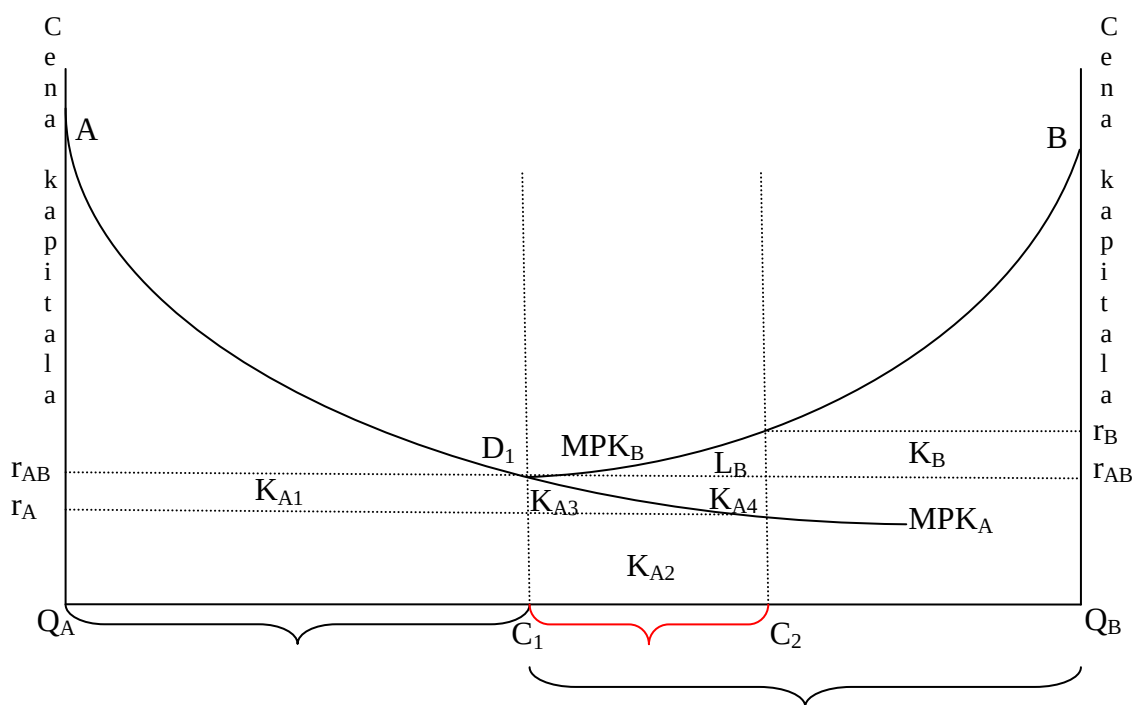
Vlasnici kapitala u zemlji A mogu da budu prilično nezadovoljni ovakvim ishodom. Kada bi bilo dozvoljeno slobodno kretanje kapitala oni bi se radije odlučili da investiraju svoj kapital u zemlju B u kojoj su prinosi viši. Ovo slobodno kretanje proizvodi dva sinhronizovana efekta na tržištu kapitala u posmatranim zemljama. Kapital koji napušta zemlju A bi uticao na rast prinosa na kapital u dotičnoj zemlji, jer bi granični proizvod kapitala u njoj rastao obzirom na manji kvantum angažovanog kapitala. Sa druge strane, priliv tog kapitala u zemlju B bi oborio granični proizvod kapitala i posledično stopu prinosa na kapital angažovan u toj zemlji. Ovo pokreće približavanje stopa prinosa na kapital u posmatranim zemljama. Novi ravnotežni prinos bi zahtevao da stope prinosa na kapital u obe zemlje budu jednake, što analogno pretpostavlja da su granični proizvodi kapitala u zemljama jednaki. Ovaj prinos je r_{AB} .

Slobodno kretanje kapitala⁶⁶ u korišćenom modelu proizvodi višestruke posledice, koje su po neke subjekte povoljne, a po druge nepovoljne. U svrhe analize ovih posledica neophodno je prvo sagledati raspodelu dohotka u zemljama pre nego što je uvedena mobilnost kapitala. Površina omeđena krivom graničnog proizvoda kapitala, vertikalnom i horizontalnom osom i linijom povučenom iz tačke C koja je paralelna sa vertikalnom osom i preseca krivu graničnog proizvoda kapitala (AQ_ACD za zemlju A i BQ_BCE za zemlju B); na slici 11. definiše ukupan dohodak, odnosno proizvod svake zemlje⁶⁷. Ovo stoga što ta površina obuhvata zbir svih graničnih proizvoda kapitala zaključno sa graničnim proizvodom poslednje angažovane jedinice kapitala. Na osnovu ovoga, moguće je izvesti raspodelu ukupnog dohotka na faktore proizvodnje, rad i kapital. Kapital prisvaja iznos dohotka koji je ravan proizvodu njegovog prinosa i angažovanog kapitala. Kapital angažovan u zemlji A prisvaja deo dohotka koji odgovara površini pravougaonika $r_A Q_ACD$, dok preostali deo dohotka određen površinom trougla $A r_A D$ prisvaja rad. Na isti način bi kapital u zemlji B raspolagao sa dohotkom koji definiše pravougaonik $r_B Q_BCE$, a rad sa dohotkom koji je definisan trouglom $B r_B E$.

Slika 12. daje detaljan prikaz promena u dohocima kapitala i rada u posmatranim zemljama nakon integracije tržišta kapitala. Vlasnici kapitala u zemlji B se nakon integracije tržišta kapitala suočavaju sa padom prinosa, sa nivoa r_B na nivo r_{AB} , zbog čega se smanjuje dohodak koji oni prisvajaju za pravougaonik K_B . Evidentno je da je ovo po njih nepovoljna situacija jer ukupan dohodak, podstaknut prilivom kapitala iz zemlje A, u zemlji B raste zbog čega njihovo relativno učešće u ukupnom dohotku još drastičnije pada nego njihov dohodak u apsolutnom smislu. Ipak, zemlja B nije zbog ovoga na gubitku obzirom da deo dohotka definisan pravougaonikom K_B prisvajaju vlasnici drugog faktora proizvodnje iz zemlje B. Pored njega, oni će prisvojiti i deo dohotka koji je predstavljen površinom L_B . Ukupan rast dohotka koji ostvaruje zemlja B nakon priliva kapitala odgovara zbiru površina L_B , K_{A4} , K_{A3} i K_{A2} .

⁶⁶ Da bi se u potpunosti razumeo model bitno je naglasiti da analiza kretanja kapitala počiva na pretpostavci da u pogledu rizika i neizvesnosti nema razlike između investiranja u zemlju A ili B, kao i da se tokovi kapitala odvijaju bez pratećih troškova. Jedan od izvedenih, a ispravnih, zaključaka bi bio da to implicira i korišćenje zajedničke valute.

⁶⁷ Jedna od premisa modela je da se proizvodi samo jedan proizvod.



Slika 12: Model međunarodnog tržišta kapitala sa mobilnošću kapitala

Stanje u zemlji A je nakon integracije nešto kompleksnije. Dolazi do kontrakcije dohotka jer se manje lokalnog kapitala produktivno angažuje u zemlji, što opet snižava i produktivnost drugog faktora proizvodnje. Smanjenje dohotka je obuhvaćeno površinama K_{A2} , deo dohotka koji je ranije prisvajao kapital; i K_{A3} , deo dohotka koji je pripadao radu. Pored toga dolazi i do preraspodele u zemlji A, na način da deo dohotka koji je ranije pripadao radu, pravougaonik K_{A1} , sada odlazi kapitalu. Ovo je rezultat rasta prinosa na kapital, sa r_A na r_{AB} , do kojeg dolazi zbog integracije tržišta kapitala i ujednačavanja stopa prinosa na kapital u dotičnim zemljama. Ukupan efekat na blagostanje zemlje A se može izvesti nakon uključivanja u razmatranje investiranja lokalnog kapitala u zemlju B (razdaljina između tački C_1 i C_2). Dohodak obuhvaćen površinama K_{A2} i K_{A3} nije izgubljen za zemlju A. Dohodak K_{A2} će i dalje prisvajati vlasnici kapitala u zemlji A, samo što će se taj dohodak efektivno proizvoditi u zemlji B. Pored toga, dohodak K_{A3} će takođe njima pripasti, zbog čega je za njih isplativije da svoj kapital angažuju u zemlji B, jer tamo ovaj dohodak pripada njima, nego u svojoj matičnoj zemlji gde bi pripao drugom faktoru proizvodnje. Povrh toga, oni će prisvojiti i dohodak K_{A4} . Model sugerise da će

signifikantan deo rasta dohotka u zemlji B da prisvoje upravo vlasnici kapitala iz zemlje A.

Ako se sagledaju neto efekti integracije tržišta kapitala na dohodak faktora proizvodnje u zemljama A i B mogu se izvesti sledeći zaključci. Rad u zemlji A i kapital u zemlji B će zabeležiti pad svojih dohodaka, dok će rad u zemlji B i posebno kapital u zemlji A zabeležiti rast svojih dohodaka, čime su zapravo i identifikovani pobornici i protivnici integracije. Sindikati u zemlji A i poslodavci i vlasnici kapitala u zemlji B imaju interes da zaustave integraciju, dok bi se sindikati u zemlji B i poslodavci i kapitalisti u zemlji A trebali zalagati za slobodno kretanje kapitala. Interesantno zapažanje sa slike 12. je da je, nakon odliva kapitala iz zemlje A, kapital koji stoji na raspolaganju zemlji B faktički veći od onoga koji je ostao na raspolaganju zemlji A⁶⁸. Naravno, ovo je samo specijalni slučaj, a ne zakonomernost koja prati integraciju tržišta kapitala.

Sveukupno gledano, sprovedena integracija će ipak povećati zbirni dohodak dve zemlje. Veličina tog rasta je određena zbirom površina K_{A4} i L_B . Ako znamo da dohodak K_{A4} prisvaja kapital u zemlji A, a dohodak L_B rad u zemlji B, onda koristi od integracije tržišta kapitala uživaju obe zemlje. Ako se posmatraju makroekonomske veličine onda se primećuje da u zemlji A opada bruto domaći proizvod, ali da je taj pad više nego kompenzovan rastom bruto nacionalnog proizvoda koji podiže blagostanje u posmatranoj zemlji. Sa druge strane, kako zemlja B ne ostvaruje prihode od kapitala angažovanog u inostranstvu, ali koristi kapital iz zemlje A, njen bruto domaći proizvod je veći od bruto nacionalnog proizvoda. Pošto deo rasta njenog bruto domaćeg proizvoda doprinosi rastu bruto nacionalnog proizvoda on je i direktna mera rasta materijalnog blagostanja u zemlji B. Osnovna pouka ovog jednostavnog modela je da integrisano tržište kapitala krucijalno

⁶⁸ U ovome leži i ključno objašnjenje odbojnosti nekih zemalja prema liberalizaciji tokova kapitala. Ako se uzme u obzir iskustvo zlatne ere razvoja zapadnoevropskih zemalja, od 1960. do 1973. godine, individualni naponi zemalja da podstaknu privredni rast visokim nivoima investicija su urodili plodom. U to vreme učešće investicija u bruto domaćem proizvodu bilo je izuzetno visoko (kretalo se u rasponu od 20% do skoro 30% koliko je iznosilo u Zapadnoj Nemačkoj i Finskoj), a značajna akumulacija kapitala koja je iz toga proistekla pogodovala je visokim stopama rasta bruto domaćeg proizvoda (koje su u posmatranom periodu bile u proseku oko 5%), što se uklapalo u tadašnju politiku pune zaposlenosti i rasta životnog standarda. One zemlje, kao što su Velika Britanija i Irska, koje nisu pratile ritam akumulacije kapitala zabeležen u kontinentalnom delu Evrope, privredno su zaostajale. U tom smislu, zadržavanje kapitala u nacionalnim granicama značilo bi i sigurne izvore finansiranja investicija u zemlji.

doprinosi cilju da se svaki faktor proizvodnje koristi tamo gde je njegov granični proizvod najveći, što neumitno vodi ka alokativnoj efikasnosti.

Čak i u specifičnoj situaciji u kojoj je inicijalno prinos na kapital u obe zemlje jednak, integracija može proizvesti pozitivne efekte i pospešiti efikasnu alokaciju resursa ako je preferencija ka likvidnosti u dve analizirane zemlje različita. U tom slučaju bi u jednoj zemlji došlo do priliva kratkoročnog kapitala i odliva dugoročnog kapitala, dok bi se obrnuti tokovi zbili u drugoj zemlji⁶⁹. Ovaj slučaj nije visoko verovatan, ali dodatno potkrepljuje korisnost integracije.

Izloženi model koristi nekoliko ograničavajućih pretpostavki koje ne odgovaraju stanju realnosti. Jedna od njih je puna zaposlenost oba faktora proizvodnje koja se veoma retko postiže, dužina horizontalne ose ($Q_A Q_B$) je reprezentovala ukupnu ponudu kapitala u dve zemlje koja je uvek bila angažovana u potpunosti. I jedan i drugi faktor proizvodnje mogu biti nepotpuno zaposleni iz različitih razloga. Zajednički razlog može biti segmentacija tržišta faktora proizvodnje. U smislu rada to bi značilo da ponuda rada određene specijalizacije jeste veća od tražnje za tim radom, dok u smislu kapitala to može da znači da na određenom segmentu postoji nestašica kapitala, odnosno da nije moguće privući viškove kapitala koji egzistiraju na drugim segmentima koji svi zajedno tvore koherentno tržište kapitala, ili pak da postoje neki regulatorni razlozi koji sputavaju pravilno funkcionisanje tržišta kapitala gradeći privilegovani položaj za usku grupu subjekata.

Takođe, fleksibilnost u smislu promene cene kapitala, mora biti praćena i fleksibilnošću promene cene rada. Prema modelu, radnici u zemlji izvoznici kapitala bi postali manje produktivni obzirom da kapital, koji bi im inače bio na raspolaganju, prelazi granicu i biva stavljen na raspolaganje radnicima u stranoj zemlji koji time postaju produktivniji. Drugim rečima, dolazi do oprečnih promena u tražnji za radnom snagom koja raste u zemlji uvoznici kapitala, a opada u zemlji izvoznici kapitala. Zbog toga nadnice radnika u zemlji izvoznici kapitala moraju da se koriguju naniže, što se u zemlji A ispoljava kao

⁶⁹ Kouri (1982).

pad dohotka koji prisvaja rad, pa se površina Ar_{AD} umanjuje za K_{A1} i K_{A3} . Kolateralna posledica ovih promena je rast profita kompanija u zemlji A, zbog nižih nadnica; i pad profita kompanija u zemlji B zbog viših nadnica. Ako bi nadnice u zemlji A bile rigidne, moralo bi doći do nezaposlenosti radne snage, što bi oborilo bruto domaći proizvod pa modelom pretpostavljen obim bruto domaćeg proizvoda $AQ_{AC_1D_1}$ možda ne bi ni bio moguć, već bi njegova kontrakcija izazvana odlivom kapitala bila i veća, a u najnepovoljnijoj varijanti prevazilazila bi prihode od kapitala investiranog u zemlju B (K_{A4}) što bi proizvelo kontrakciju bruto nacionalnog proizvoda. Tada bi umesto rasta blagostanja u zemlji A došlo zapravo do njegovog pada.

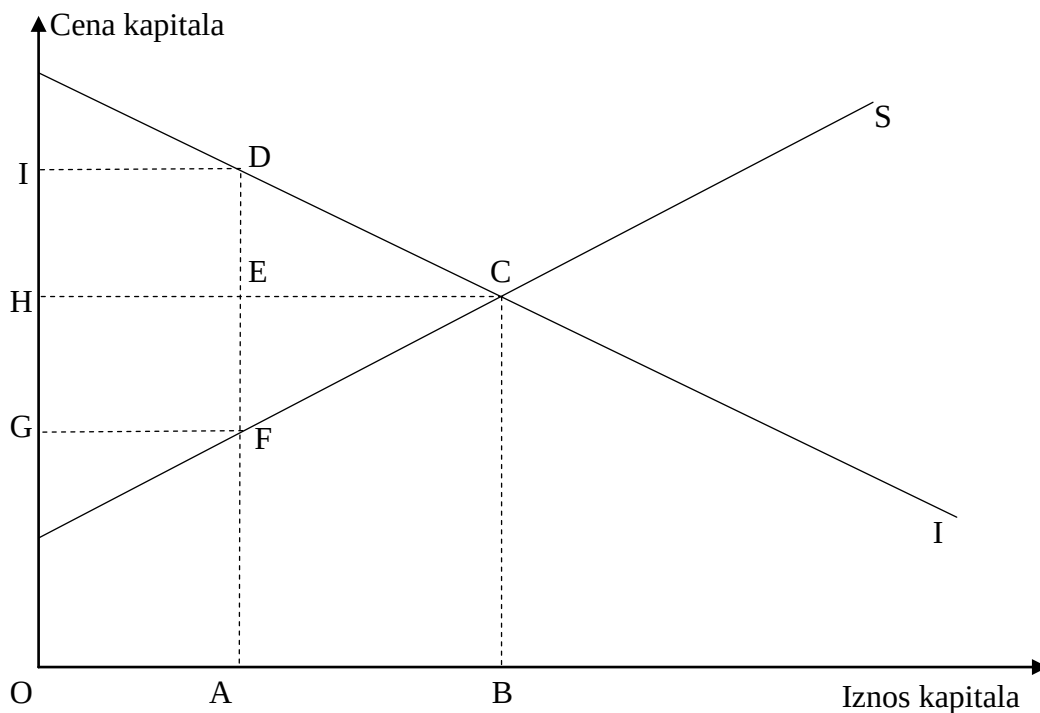
Specifičan slučaj raspodele efekata slobodnog kretanja kapitala među zemljama bi bio onaj u kome se uključuju poreski aspekti u analizu. Ako pretpostavimo da se inostrani kapital oporezuje na neki način, u ovom slučaju kapital koji vuče poreklo iz zemlje A a plasiran je u zemlji B, onda vlasnici tog kapitala neće prisvojiti za sebe K_{A2} , K_{A3} i K_{A4} obzirom da deo tog dohotka odlazi poreskim vlastima u zemlji B. Ako je deo tog dohotka veći od dohotka definisanog površinom K_{A4} onda u interesu zemlje A nije slobodno kretanje kapitala, jer to proizvodi kontrakciju njenog bruto nacionalnog proizvoda umesto prvobitno planiranog i očekivanog rasta.

Slika 13. odgovara situaciji koja verodostojnije oslikava realno stanje stvari. Na slici su prikazane dve krive, kriva negativnog nagiba predstavlja krivu investicija dok kriva pozitivnog nagiba predstavlja krivu štednje; kojima se opisuje tržište kapitala u zemlji A. U tački preseka ove dve krive, koje oličavaju krivu tražnje i ponude kapitala, bi se ustanovila tržišna ravnoteža i ravnotežni prinos (OH ili BC) da je tržište kapitala savršeno konkurentno i da se na njemu ne ispoljavaju nikakvi oblici neefikasnosti. Krivu tražnje za kapitalom determiniše apetit finansijski deficitarnih subjekata za izvorima sredstava koji će im pomoći da realizuju svoje investicione planove, dok ponudu kapitala determiniše spremnost finansijski suficitarnih subjekata da po određenoj ceni ustupe štednju kojom raspolažu. Ako je finansijski sistem zemlje A zasnovan na bankama, onda bi finansijski suficitarni i deficitarni subjekti umesto neposredno međusobno, svoje finansijske transakcije obavljali posredstvom banaka kao dominantnih finansijskih posrednika.

Suficitarni subjekti bi poveravali štednju bankama, a deficitarni se zaduživali preko njih. Ako je zemlja zatvorena za međunarodne tokove kapitala i ako banke imaju superiornu poziciju na tržištu kapitala, što znači da diktiraju uslove pod kojima će sklapati finansijske transakcije sa suficitarnim i deficitarnim subjektima, onda bi jedan od realnih ishoda bio onaj po kome suficitarni subjekti dobijaju prinos na štednju OG, a deficitarni na kredite koje uzimaju od banaka plaćaju stopu OI. Razlika između ove dve stope (OI-OG) je marža koju banke naplaćuju za svoju uslugu finansijskog posredovanja. Veličina ove razlike (GI) je mera dominacije bankarskog sektora.

Negativna konsekvencija ove dominacije je kontrakcija investicija, ili drugačije posmatrano štednje poverene bankama, na nivo OA koji je manji od nivoa OB koji bi se postigao da na tržištu vladaju uslovi savršene konkurencije, što implicira i da postoji prospektivni neuposleni kapital veličine AB. Ako banke ponude neadekvatne štedne i kreditne proizvode po nepopularnim uslovima, preniske pasivne kamatne stope i previsoke aktivne kamatne stope, suficitarni i deficitarni subjekti će odbiti da zaključuju transakcije što će dovesti do nepotpune zaposlenosti kapitala⁷⁰. Ako se zemlja otvori za međunarodne tokove kapitala, a usvojimo pretpostavku da je kamatna stopa na međunarodnom finansijskom tržištu jednaka OH, banke će biti primorane da više prilagode svoje štedne i kreditne proizvode željama suficitarnih i deficitarnih subjekata čime će se podstaći agregatna štednja i investicije koje će ekspandirati do nivoa OB. Ovaj novi razvoj okolnosti pogoduje suficitarnim subjektima koji beleže rast svog "proizvođačkog" viška od GHCF i deficitarnim subjektima koji beleže rast "potrošačkog" viška od HIDC, sve to na teret monopolske rente banaka, dok će zemlja u celini biti na dobitku za površinu trougla FDC.

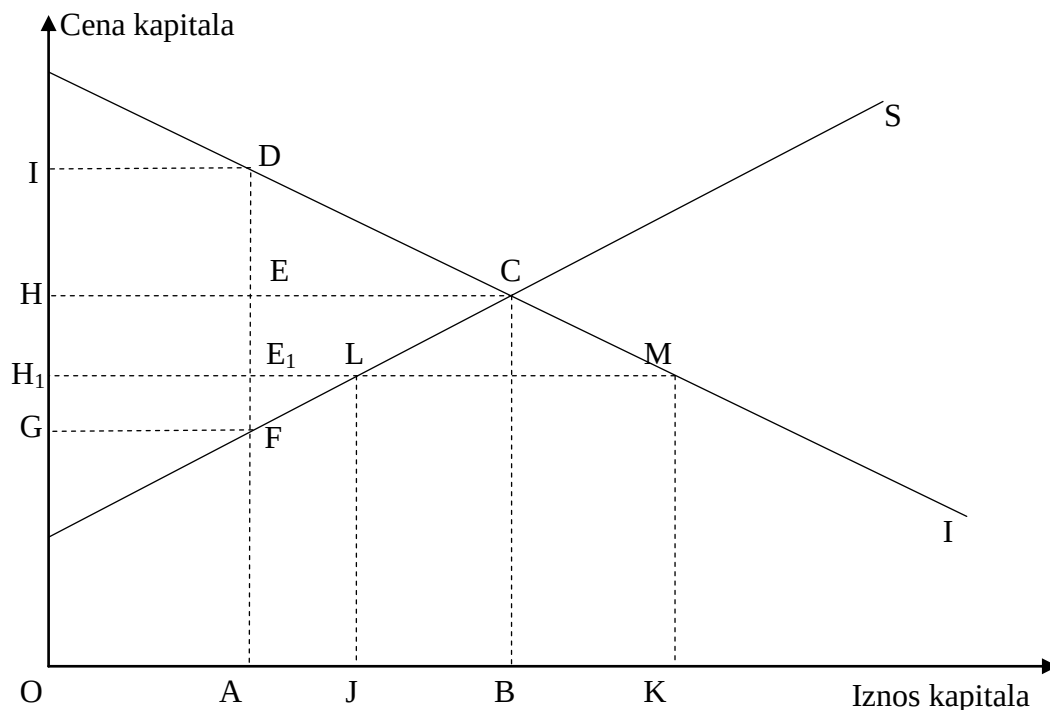
⁷⁰ Banke iz ovakve situacije izvlače koristi, obzirom da prisvajaju monopolsku rentu koja odgovara pravougaoniku GFDI.



Slika 13: Raspodela koristi i troškova u slučaju potpune liberalizacije priliva i odliva kapitala iz zemlje

Potpuna liberalizacija priliva i odliva kapitala iz zemlje koja je razmatrana na slici 13. je samo jedno od mogućih rešenja. Druga rešenja podrazumevaju delimičnu liberalizaciju, što znači da se zadržavaju neka ograničenja koja su povezana sa prilivima kapitala u zemlju ili sa odlivima kapitala iz nje. Ako dalje usvojimo pretpostavku da je kamatna stopa na međunarodnom tržištu kapitala (OH_1) manja od ravnotežne kamatne stope u zemlji A koja bi se postigla da je domaće tržište kapitala savršeno konkurentno i da se na njemu ne ispoljavaju nikakvi oblici neefikasnosti (OH), onda bi slika 14. korespondirala takvim okolnostima. Sada se mogu odvojeno sagledati krajnji efekti koje bi po zemlju A proizvelo otvaranje zemlje samo za priliv kapitala ili za nesputano investiranje suficitarnih subjekata u inostranstvo. Ukoliko je dozvoljeno samo investiranje kapitala u inostranstvo, suficitarni subjekti bi to iskoristili kako bi ostvarili veće prinose (OH_1) od onih koje mogu da ostvare u svojoj zemlji (OG) zbog čega raste domaća ponuda kapitala na nivo OJ. Da bi uspešno parirale alternativni investiranja u inostranstvo i privukle dovoljno finansijskih sredstava domaće banke moraju sniziti svoju marginu sa nivoa GI

na nivo H_1I , inače rizikuju da suficitarni subjekti svoj kapital u potpunosti plasiraju u inostranstvo. Korist koju zemlja A izvlači iz ovog oblika delimične liberalizacije tokova kapitala je dvojaka. Prvo, u zemlju A se slivaju kamatni prihodi po osnovu plasmana sredstava u inostranstvo AE_1LJ . Drugo, raste "proizvođački" višak suficitarnih subjekata za GH_1LF , od čega je neto rast koji ukazuje i na rast ukupnog blagostanja zemlje E_1LF .



Slika 14: Raspedela koristi i troškova u slučaju delimične liberalizacije priliva i odliva kapitala iz zemlje

Delimična liberalizacija tokova kapitala koja se sprovodi kroz uklanjanje prepreka za priliv kapitala bi posebno pogodovala investicijama koje se realizuju u zemlji. One su u slučaju zatvorenosti zemlje za međunarodne tokove kapitala bile svedene na nivo OA . Zainteresovanost stranih investitora za investiranje u zemlju A će dovesti do priliva kapitala, koji bi trebalo da potpomogne realnu privrednu aktivnost, a što će u krajnjoj liniji zavisiti od oblika investiranja, zajmovi, portfolio investicije ili strane direktne investicije; i načina korišćenja uloženog kapitala. Investicije će porasti do nivoa OK , pri čemu se rast AK duguje uvezenom kapitalu. Ovo je čak veći nivo investicija od onog koji bi bio ostvaren da je domaće tržište kapitala savršeno konkurentno. Nepovoljnost ovog

kretanja kapitala je plaćanje kamata inostranim vlasnicima kapitala AE_1MK , što vodi deficitu tekućeg dela platnog bilansa, koji može biti kontrabalansiran i prevaziđen izvozom koji potiče od novih kapaciteta izgrađenih uvezenim kapitalom. Na kraju, neto rast ukupnog blagostanja zemlje se meri trouglom E_1DM , koji je mera rasta "potrošačkog" viška koji prisvajaju deficitarni subjekti.

1.6.2. Pravni sistem u ulozi smetnje i katalizatora finansijske integracije

Međutim, slobodno kretanje kapitala je samo jedan od uslova koji moraju biti ispunjeni da bi se postiglo jedinstveno tržište finansijskih usluga. U preostale uslove se ubrajaju⁷¹: a.) pravo osnivanja i pokretanja poslovanja u svim zemljama članicama, b.) pravo prekogranične isporuke usluga⁷², c.) usvajanje jedinstvenih pravila regulisanja poslovanja i d.) harmonizacija poreza. Izvesni pomaci su napravljeni 1960. i 1962. godine kada su donete direktive kojima je selektivno uvedena sloboda u plaćanjima vezanim za određene kapitalne transakcije, kao što su strane direktne investicije i kupovina listiranih akcija na berzama. Sa druge strane, državama je ostavljeno da po svojoj proceni i volji uvode restrikcije na plaćanja po osnovu finansijskih instrumenata sa tržišta novca, kratkoročnih i srednjoročnih finansijskih kredita i bankarskih depozita. Ipak, garantovana sloboda u definisanim plaćanjima je bila više *de jure* nego *de facto*. Uz to, liberalizacija u deviznim plaćanjima⁷³, odnosno eliminacija devizne kontrole, je samo jedno od ograničenja za

⁷¹ Howells i Bain (2008).

⁷² Dok je ovaj uslov od velikog praktičnog značaja prevashodno za poslove i trgovinu robom, ali i za određene oblasti usluga kao što su usluge transporta, u oblasti finansijskih usluga njegov značaj je upadljivo manji. Prethodni uslov je daleko bitniji jer finansijske institucije ipak moraju da se lociraju i pokrenu poslovanje u jednoj zemlji da bi mogle da ponude i plasiraju svoje finansijske usluge u njoj. Stoga su pravo osnivanja operativnih poslovnih i organizacionih jedinica i pravila preuzimanja lokalnih finansijskih institucija relevantniji za integrisanje tržišta finansijskih usluga. U periodu pre stupanja na snagu Jedinstvenog evropskog akta izdavanje dozvole za rad predstavništvu finansijske institucije iz jedne zemlje članice od strane nadležnih vlasti u drugoj zemlji članici da bi moglo da posluje u toj zemlji je bilo predviđeno kao uslov u svim zemljama, što upućuje na limitiranost u ostvarivanju prava osnivanja i pokretanja poslovanja. Pored toga, u svim zemljama izuzev Velike Britanije to predstavništvo je moralo da ima upisani uplaćeni kapital koji bi bio garancija za njegove obaveze u dotičnoj zemlji.

⁷³ Devizno plaćanje podrazumeva transfer strane valute iz jedne države u drugu, odnosno između rezidenata i nerezidenata. Devizna plaćanja se mogu podeliti na tekuća devizna plaćanja i plaćanja povezana sa kapitalnim transakcijama. Ukoliko je transfer strane valute posledica određenog posla, u smislu da on proističe kao preuzeta obaveza iz tog posla, onda se radi o tekućim deviznim plaćanjima. Ta plaćanja zato najčešće imaju karakter naknade za određene započete poslove i transakcije i tu spadaju plaćanja za robu i usluge, plaćanje kamata i dividendi itd. Plaćanja povezana sa kapitalnim transakcijama potiču iz

slobodno kretanje kapitala, koje je opet samo jedan od uslova za postizanje jedinstvenog tržišta finansijskih usluga.

Sasvim razumljivo obzirom na strukturu finansijskih sistema zemalja EEZ, najveća pažnja je pripisana integraciji bankarskih sistema. Jedna od prepreka za povezivanje nacionalnih bankarskih sistema bio je i distinktivan set pravila za poslovanje i superviziju banaka koje posluju u različitim državama. To znači da su banke u različitim zemljama bile podvrgnute različitim pravilima kojih su bile dužne da se pridržavaju u poslovanju. Prvi korak ka harmonizaciji propisa i prudencijalnih standarda za superviziju banaka načinjen je usvajanjem Prve bankarske direktive 1977. godine⁷⁴. Njome je inicirano uvođenje principa kontrole prema zemlji sedišta banke, što znači da banka koja posluje u dve ili više zemalja mora da ispunjava samo propise i prudencijalne standarde koji važe u matičnoj zemlji. Implementacija ovoga principa je trebalo da bude postepeno realizovana. Pored toga, Prva direktiva je pozivala na neophodnost harmonizacije standarda u oblasti sloventnosti, likvidnosti i interne kontrole u bankama. U uvodnom delu direktive identifikovane su oblasti u kojima bi harmonizaciju propisa bilo nužno sprovesti. Uniformni pravni propisi su smatrani preko potrebnim u sledećim sferama: a.) propisi kojima se uklanjaju smetnje za prekogranično pružanje bankarskih usluga, b.) propisi kojima se omogućava kreditnim institucijama otvaranje filijala u drugim zemljama članicama, c.) propisi kojima se uređuje osnivanje i izdavanje dozvola za rad kreditnim institucijama, d.) propisi koji se tiču supervizije kreditnih institucija i e.) propisi kojima se uređuje status kreditnih institucija izvan EEZ. Međutim, i nakon usvajanja ove direktive bankarski sektor je ostao fragmentisan. Harmonizacija propisa i standarda je tekla sporo, delimično zato što je direktiva bila jedan opšti program kojem su bile neophodne druge direktive kojima bi se sproveli postavljeni principi, a domaći propisi su mogli da ograniče opseg poslova koje mogu obavljati strane banke⁷⁵.

samostalnog posla, nisu posledica nekog drugog posla, i odredbe navedenih direktiva se odnose isključivo na ovu vrstu plaćanja.

⁷⁴ Direktiva 77/780/EEC.

⁷⁵ Direktiva je nakon usvajanja u originalnoj formi bila menjana amandmanima, koji su uzimali takođe formu direktiva, u potonjim godinama. To su direktive: 85/345/EEC, 86/137/EEC i 86/524/EEC. Najveće izmene u originalnoj formi su sprovedene usvajanjem Druge bankarske direktive 1989. godine.

Početkom 1980-ih godina bankarski sistemi svih zemalja članica su bili prekomerno regulisani što je umnogome sputavalo poslovanje banaka. U Tabeli 3. se daje prikaz osnovnih ograničenja u poslovanju⁷⁶.

Tabela 3: Regulatorna ograničenja za poslovanje banaka u zemljama EU u 1980-im

	B	DE	DK	E	F	GR	I	IRL	LUX	NL	P	UK
Kontrola kamatnih stopa	•	•	•	•	•	•	•	•	•		•	
Kontrola kretanja kapitala	•		•	•	•	•	•	•			•	
Članstvo na berzi			•	•	•		•				•	•
Ograničenje na osnivanje filijala					•		•				•	
Ulazak stranih banaka				•		•	•				•	
Limitiranje kreditnih plasmana				•	•	•	•				•	
Obavezni investicioni plasmani			•	•	•	•				•	•	
Ograničenja u delatnosti osiguranja		•	•	•	•	•				•	•	
Ograničenja u delatnosti lizinga				•		•					•	

Objašnjenje simbola zemalja: B - Belgija, DE - Nemačka, DK - Danska, E - Španija, F - Francuska, GR - Grčka, I - Italija, IRL - Irska, LUX - Luksemburg, NL - Holandija, P - Portugal, UK - Velika Britanija.

Izvor: Dermine (2003)

Tokom 1980-ih zauzet je kurs u EEZ po kome dalja integracija bankarskog sistema nužno pretpostavlja njegovu liberalizaciju, paralelno sa harmonizacijom relevantnih zakona i propisa kojima se reguliše bankarska delatnost. U sprovođenju liberalizacije nabrže su napredovali Velika Britanija, Nemačka i zemlje Beneluksa, dok su mediteranske zemlje prilično zaostajale za njima.

⁷⁶ Dermine (2002).

Sve u svemu, opažena nedovoljna integracija tržišta kapitala i fragmentiranost bankarskih sistema impliciraju i da trgovina finansijskim uslugama ne može biti slobodna na način na koji je to trgovina robama. Stoga se može konstatovati da primena izvornog Sporazuma nije dala željene efekte u sferi tržišta finansijskih usluga, te da je bio neophodan snažan podsticaj koji bi pokrenuo stvari sa mrtve tačke. On je oličen u Jedinstvenom evropskom aktu koji je potpisan 17. februara 1986. godine. Ovaj akt je prva velika dopuna⁷⁷ izvornog Sporazuma koja fundamentalno produbljuje integracione procese i podiže nivo integracije na viši nivo. U aktu se posebno ističe namera za otklanjanjem svih necarinskih barijera trgovini i slobodnom kretanju rada i kapitala koja bi trebalo da bude ostvarena zaključno sa 31. decembrom 1992. godine. Među te necarinske barijere spadaju: fizičke, tehničke i fiskalne barijere. Fizičke barijere obuhvataju carinske procedure i kontrolu, pa se predlaže njihovo pojednostavljenje i udaljenje od državnih granica, kao i druge kontrole kretanja koje se sprovode na ljudima i robi i za koje se predviđa potpuno ukidanje. Među tehničkim barijerama se ističu standardi koje proizvodi moraju da ispunjavaju⁷⁸, kao što su tehnički, zdravstveni i bezbednosni; kao i pitanje ekvivalencije obrazovnih i stručnih kvalifikacija koja je bitna za mobilnost radne snage. Predloženo rešenje se sastojalo u harmonizaciji standarda ili, ukoliko to nije moguće, u uzajamnom priznavanju važećih nacionalnih standarda⁷⁹. U domenu finansijskih usluga ukinuta je kontrola protoka kapitala kao vid tehničke barijere. Konačno, fiskalne barijere su se sastojale u različito postavljenim poreskim sistemima koji su se zasnivali na različitim važećim poreskim stopama, što se pokazalo kao veoma teška prepreka za prevazilaženje, posebno u domenu indirektnih i korporativnih poreza.

Posebna povoljnost uklanjanja necarinskih barijera za države sastoji se u tome što vladini budžeti njihovim uklanjanjem ne bi bili oštećeni, jer države nemaju prihode koje bi na taj način izgubile, što nije slučaj sa carinama. Dodatna povoljnost je što bi dejstvo skretanja

⁷⁷ U ostale krucijalne dopune izvornog Sporazuma spadaju: Sporazum iz Matrihta, Sporazum iz Amsterdama, Sporazum iz Nice i Sporazum iz Lisabona.

⁷⁸ Najpoznatiji slučaj ove vrste je *Cassis de Dijone* iz 1979. godine u kome su nemački propisi onemogućili prodaju pića ovog francuskog proizvođača u Nemačkoj. Slučaj je dobio sudski epilog i zahvaljujući presudi Evropskog suda pravde zabrana za prodaju dotičnog pića je ukinuta.

⁷⁹ U principu to bi značilo da svi proizvodi koji ispunjavaju standarde u jednoj državi članici mogu nesmetano i legalno da se prodaju u bilo kojoj drugoj državi članici.

trgovine bilo veoma umereno⁸⁰. Ovo stoga što bi eliminisanje odvojenih nacionalnih standarda i specifikacija za proizvode i usluge proizvelo ravnomerno dejstvo na sve proizvođače, kako za one iz zemalja članica tako i za one iz zemalja nečlanica.

1.6.3. Stvaranje jedinstvenog evropskog finansijskog prostora kao pretpostavka kretanja ka ekonomskoj i monetarnoj uniji

U "Beloj knjizi" lorda Kokfilda predstavljenoj 14. juna 1985. godine izložen je program koji je trebalo da vodi stvaranju jedinstvenog, ili internog kako se to u nekim dokumentima spominjalo, tržišta EEZ. U ostvarenju tog cilja status prioriteta su dobili liberalizacija kretanja kapitala i integracija tržišta finansijskih usluga, koja je obuhvatala tržište bankarskih usluga, tržište usluga osiguranja i tržište hartija od vrednosti. Kokfildova knjiga je bila osnova iz koje je kasnije proistekao Jedinstveni evropski akt, a insistiranje na reformi i integrisanju finansijskog sistema se obrazlaže pomoću tri argumenta.

Prvo, predložena liberalizacija i integracija su neophodni uslovi za završetak potpuno integriranih tržišta roba i usluga na nivou EEZ, a važni su i kao podrška mobilnosti radne snage. Drugo, oni su važan podsticaj za usvajanje i vođenje odgovornih makroekonomskih politika od strane vlada koje vode očuvanju stabilnosti cena i deviznog kursa. Treće, sloboda izbora ekonomskih investitora se njihovom implementacijom pospešuje što bi trebalo da vodi efikasnoj alokaciji raspoloživog kapitala unutar EEZ.

Pravi cilj se proteže preko uspostavljanja slobodne trgovine finansijskim uslugama u Evropi, a to je uspostavljanje široko integrisanog finansijskog sistema. Intenziviranje intra-finansijskih tokova u EEZ, podstaknuto uklanjanjem svih restrikcija, će prirodno uživati koristi od napretka koji je dostignut i koji će se dalje razvijati u sferi robnih

⁸⁰ Pojmove kreiranja i skretanja trgovine uveo je Jakob Viner i oni se vezuju za efekte ukidanja carina među zemljama. Pod prvim pojmom podrazumeva se preorijentacija domaćih kupaca sa domaćih neefikasnih proizvođača koji posluju sa visokim troškovima na proizvođače druge zemlje članice koji su efikasniji i proizvode isti proizvod sa nižim troškovima. Drugi pojam obuhvata preorijentaciju domaćih kupaca sa proizvođača iz zemalja nečlanica koji posluju sa niskim troškovima na proizvođače iz druge zemlje članice koji posluju sa višim troškovima i manje su efikasni, ali su njihovi proizvodi oslobođeni carine pa time i jeftiniji.

tokova, kao i od konvergencije ekonomskih i monetarnih politika. Ono će morati da bude praćeno paralelnim napretkom u stvaranju jedinstvenog tržišta finansijskih usluga. U tom smislu, očekuju se fer konkurentski uslovi na tržištu koji favorizuju razvoj bogatog seta visokokvalitetnih finansijskih instrumenata i omogućavaju korisnicima finansijskih usluga da posluju na celom prostoru koji pokriva EEZ, a da ne moraju da fragmentiraju poslovne odnose sa finansijskim institucijama prema lokaciji na kojoj posluju⁸¹.

U pogledu bankarskog sektora u Beloj knjizi se ističu tri ključne mere koje bi trebalo sprovesti. Prva mera se tiče uvođenja jedinstvene dozvole za rad (*single banking license*). Ova mera predviđa da dozvola za rad, odnosno obavljanje bankarskih poslova, izdata u jednoj zemlji članici jeste validna u svakoj državi članici, što znači da ne može biti više uslovljavanja od strane jedne države članice stranih banaka koje žele da pokrenu poslovanje u dotičnoj zemlji pribavljanjem saglasnosti i dozvole za rad od strane nadležnih organa dotične zemlje. Striktno gledano, ova dozvola se pre može nazvati dozvolom za rad sa univerzalnim važenjem⁸². Termin jedinstvena dozvola za rad implicira da se radi o dozvoli koju izdaje jedan organ koji je za to ovlašćen na jedinstvenom prostoru u skladu sa svojom jurisdikcijom, što ovde nije slučaj. Druga mera podrazumeva uvođenje principa kontrole poslovanja od strane samo jedne kontrolne agencije, i to one koja je locirana u zemlji u kojoj se nalazi sedište matične banke (*home country control*). Konačno, princip uzajamnog priznavanja nacionalnih propisa (*mutual recognition*) razrešava nedoumicu koju primena druge mere nosi. Ako kontrolna agencija u matičnoj zemlji sprovodi kontrolu poslovanja banke koja je fizički prisutna u dve ili više zemalja EEZ, da li će primenjivati jedinstvena pravila koja je ona sama, ili neka druga institucija u dotičnoj zemlji, propisala ili će svaku poslovnu jedinicu banke u svakoj od zemalja nadzirati i kontrolisati shodno pravilima koja važe u tim zemljama. Pre objavljivanja Bele

⁸¹ European Commission (1988a).

⁸² Ovo rešenje se značajno razlikuje od rešenja koje proističe iz principa nacionalnog tretmana kojim se uređuje ulazak na tržište i poslovanje stranih banaka. Po njemu stranoj banci koja posluje u nekoj zemlji se regularno izdaje dozvola za rad i ona uživa ista prava i obaveze kao i domaće banke i ni na koji način ne može biti podvrgnuta diskriminaciji. Predloženo rešenje se može posmatrati kao univerzalno važeća ulaznica za tržište bankarskih usluga svih zemalja EEZ, pri čemu su prava i obaveza stranih banaka preciznije određeni u Drugoj bankarskoj direktivi.

knjige, ovo pitanje je regulisano u skladu sa principom harmonizacije⁸³, što znači da je bilo neophodno apsolutno saglasje nacionalnih regulatora i kontrolora poslovanja banaka u pogledu seta zajedničkih propisa koji će se primenjivati na sve banke u EEZ. Naravno, harmonizacija je bila uslovljena postizanjem konsenzusa, koji umnogome zavisi od dobre volje pregovaračkih strana i spremnosti na ustupke. Kako je ovo bilo veoma teško postići, jer su nacionalni regulatori bili tvrdi u svojim stavovima i protežirali svoje sisteme propisa, tako je napredak bio krajnje skroman. Stoga je ovaj problem zaobiđen promenom strategije. Kako je ukidanje principa harmonizacije bilo nemoguće, rešenje se pronašlo u preciznom definisanju onih oblasti regulisanja u kojima bi dotični princip ostao na snazi, a u svemu ostalom bi važio princip uzajamnog priznavanja⁸⁴. Npr. ako bi se desilo da propisi u Belgiji koji se tiču likvidnosti banke jesu strožiji nego u Holandiji, i da u Belgiji posluje banka čija matična banka ima sedište u Holandiji, onda ta banka ne bi morala da ispunjava strožije belgijske propise već bi zadovoljenje holandskih propisa bilo dovoljno da se konstatuje da je banka adekvatno likvidna, pri čemu na takvu ocenu belgijski regulator ne bi mogao da uloži prigovor ili na bilo koji način insistira na ispunjenju belgijskih propisa. Prema tome, uslov potpune harmonizacije propisa je prestao da bude prepreka daljoj integraciji tržišta finansijskih usluga.

Oblasti u kojima je ostao na snazi metod potpune harmonizacije su: a.) uslovi za osnivanje i izdavanje dozvole za rad, b.) minimalni zahtevi adekvatnosti kapitala banke, c.) definicija sopstvenog kapitala banke, d.) propisi o velikim izloženostima banke⁸⁵, e.) sistem osiguranja depozita, f.) kontrola većih udela u kapitalu banke, g.) ograničenja na angažovanost banaka u nebankarskom sektoru, i.) kvalitet sistema računovodstvenog izveštavanja i mehanizam interne kontrole. U svim drugim oblastima primenjuje se princip uzajamnog priznavanja nacionalnih propisa.

⁸³ Više o alternativnim metodima harmonizacije unutrašnjih propisa država članica pogledati u Vukadinović (2008).

⁸⁴ Svakako da je slučaj *Cassis de Dijone* imao ključni doprinos u promovisanju ovog principa.

⁸⁵ Misli se na bankarske plasmane jednom licu ili grupi povezanih lica koja prelaze određeni limit utvrđen, najčešće, procentualno u odnosu na iznos kapitala banke.

Jedna od konkretnih procena koristi od uspostavljanja jedinstvenog tržišta finansijskih usluga data je u Ćekinijevom (*Cecchini*) izveštaju⁸⁶. Izveštaj je razmatrao novčane uštede koje bi se mogle ostvariti na nivou 8 zemalja: Nemačka, Velika Britanija, Francuska, Italija, Španija, Holandija, Belgija i Luksemburg; kada bi došlo do integracije tri sastavna dela tržišta finansijskih usluga: tržišta bankarskih usluga, tržišta usluga osiguranja i tržišta usluga povezanih sa hartijama od vrednosti. Na osnovu polaznih pretpostavki i obavljenih kalkulacija došlo se do okvirnog iznosa ušteda od 22 milijarde ekija. Ovaj iznos je metodološki izveden iz cenovnih razlika među zemljama po pitanju nekoliko standardizovanih finansijskih usluga koje se nude na tri posmatrana segmenta. Odabrano je sedam bankarskih usluga (npr. potrošački i hipotekarni krediti), četiri usluge osiguranja (npr. životno osiguranje i osiguranje od auto-odgovornosti) i četiri usluge povezane sa hartijama od vrednosti (npr. provizija brokera za kupovinu akcija ili obveznica). Cenovne razlike su izvedene tako što su, u prvom koraku, obračunate razlike između cene određene finansijske usluge u jednoj zemlji i referentne vrednosti koju predstavlja prosečna cena u četiri zemlje sa najnižim cenama za posmatranu uslugu⁸⁷. U drugom koraku, ove apsolutne cenovne razlike su procentualno izražene tako da pokazuju za koliko procenata je cena konkretne usluge u jednoj zemlji veća (pozitivan procenat) ili manja (negativan procenat) od referentne vrednosti. Ovi procenti su dati u Tabeli 4⁸⁸. Ako se u tabeli pogleda vrednost za hipotekarni kredit u Belgiji, može se zaključiti da je cena te finansijske usluge u Belgiji za 31% veća od proseka cene te usluge u četiri zemlje sa najnižom cenom za tu uslugu. Sa druge strane, u istoj zemlji je pak cena potrošačkog kredita za 41% manja od referentne vrednosti što ukazuje na izvanredan relativan položaj Belgije po kome je ona lider prema kriterijumu povoljnosti dotične usluge za njene korisnike. Sličan obrazac se primećuje i kod drugih zemalja, gde se za neke usluge zemlja pozicionira visoko u smislu povoljnosti određene usluge za korisnike, dok je kod nekih usluga zemlja niskorangirana što ukazuje na prilične nepovoljnosti po korisnike.

⁸⁶ European Commission (1988b).

⁸⁷ Npr. kod potrošačkog kredita kao standardizovanog finansijskog proizvoda cena se utvrđuje za iznos kredita od 500 ekija, a sačinjavaju je svi troškovi na godišnjem nivou koji potiču od dotičnog kredita. Prema savremenoj metodologiji radi se o efektivnoj kamatnoj stopi za navedeni iznos kredita.

⁸⁸ Zbog uštede u prostoru u tabeli nisu navedeni podaci za Luksemburg.

Tabela 4: Prikaz koristi od finansijske integracije prema Čekinijevom izveštaju

	Belgija	Nemačka	Španija	Francuska	Italija	Holandija	Velika Britanija
Bankarstvo							
Potrošački krediti	-41	136	39	105	n/a	31	121
Kreditne kartice	79	60	26	-30	89	43	16
Hipotekarni krediti	31	57	118	78	-4	-6	-20
Dokumentarni akreditiv	22	-10	59	-7	9	17	8
Bankarska menica	6	31	196	56	23	-46	16
Putnički čekovi	35	-7	30	39	22	33	-7
Kreditni srednjim preduzećima	-5	6	19	-7	9	43	46
Osiguranje							
Životno osiguranje	78	5	37	33	83	-9	-30
Osiguranje stambene nepokretnosti	-16	3	-4	39	81	-17	90
Osiguranje od auto-odgovornosti	30	15	100	9	148	-7	-17
Osiguranje poslovnog prostora	-9	43	24	153	245	-1	-27
Hartije od vrednosti							
Provizija za kupovinu akcija-obični transaktori	36	7	65	-13	-3	114	123
Provizija za kupovinu obveznica-obični transaktori	14	90	217	21	-63	161	36
Provizija za kupovinu akcija-institucionalni investitori	26	69	153	-5	47	26	-47
Provizija za kupovinu obveznica-institucionalni investitori	284	-4	60	57	92	21	n/a

Izvor: European Commission (1988b)

Sveukupno gledano, uočavaju se primetni dispariteti u cenama među zemljama za razmatrane finansijske usluge. Najveće koristi od jedinstvenog tržišta finansijskih usluga trebale bi da uživaju Belgija, Francuska, Italija i Španija, obzirom da se u njima očekuje najveći pad cena usluga koji pogoduje njihovim korisnicima. U izveštaju se naznačava razlika između potencijalnog pada cena i očekivanog pada cena usluga. Potencijalni pad cena se dobija kada se sva odstupanja između tekućih cena i referentne cene za usluge agregiraju, da bi se onda sprovela korekcija nakon koje se ublažava iskalkulisani pad cena i uravnotežuje sa realno mogućim padom cena koji se očekuje. Ova korekcija je opravdana jer je teško pretpostaviti da će cene za sve usluge u svim zemljama biti uniformne⁸⁹. Naime, verovatno je da razlike u cenama usluga mogu opstati i kada je tržište finansijskih usluga uistinu postalo jedinstveno, pri čemu je izvor tih razlika u faktorima koji nisu povezani sa stanjem konkurencije i delovanjem konkurentskih snaga.

U vezi za ispravnim odmeravanjem ušteda u troškovima finansijskih usluga u izveštaju pojavljuju se i neki dodatni problemi. U bankarstvu je veoma zastupljena unakrsna prodaja bankarskih usluga. Klijenti se stimulišu da koriste što više bankarskih usluga tako što im se odobravaju specijalne povoljnosti za korišćenje svake dodatne usluge. Vlasnici tekućih računa mogu dobiti kredit po povoljnijim uslovima u odnosu na klijente koji nemaju otvoren račun u banci. Preduzeće koje ima razgranate odnose sa bankom će imati mogućnost da za svaku novu uslugu koju želi da koristi zasebno pregovara i dogovara uslove njenog korišćenja. U mreži svih tih odnosa banka se ravna prema prinosu koji ostvaruje iz ukupnog odnosa sa klijentom (*total relationship*), a koji uzima u obzir sve prihode koje banka ostvaruje iz poslovanja sa klijentom. Pri takvom stanju stvari teško je egzaktno utvrditi "pravu" cenu pojedinačne usluge, obzirom na objektivno subvencionisanje određenih usluga koje klijent koristi. Iz razloga praktičnosti, klijenti zapravo kupuju korpu finansijskih usluga, pa će zakon jedinstvene cene pre važiti za dotičnu korpu, ali ne i za pojedinačne usluge. Drugačije posmatrano, banka nastoji da one usluge koje su od primarnog značaja za klijenta budu veoma povoljne i banka je spremna

⁸⁹ Npr. izračunato je da agregatni potencijalni pad cena za finansijske usluge u Španiji iznosi 34%, ali se uzima da je ova vrednost preoptimistična te da je očekivani raspon unutar koga će se realno kretati agregatni pad cena između 16% i 26%. Kao srednja vrednost ovog raspona uzima se 21% i ističe da je ovo vrednost agregatnog pada koja će se koristiti u daljim kalkulacijama, prema tome ona predstavlja očekivani pad cena.

da ih učini još atraktivnijima kako bi privukla klijenta, što se na drugoj strani kontrabalansira višom cenom za neke druge usluge koje on koristi. Ako se zna da banke ekstenzivno upražnjavaju ovakvu praksu, onda formalne transakcione cene usluga koje se koriste u analizama ne odražavaju verodostojno stvarne cene. Ova problematika se može dodatno zakomplikovati ako se uzme u obzir postojanje i poslovanje velikih finansijskih grupa kod kojih se pod jednim krovom nudi kompletan spektar finansijskih usluga, što mrežu uzajamnog subvencionisanja finansijskih usluga može načiniti nerazmrsivom.

U sferi osiguranja pojavljuje se problem da razlike koje postoje u cenama standardizovanih usluga mogu da potiču od objektivnih razlika u procenjenim rizicima. Ukoliko je prosečni životni vek u dve zemlje različit, onda bi se i cene životnih osiguranja morale razlikovati. U principu, ukoliko je broj realizovanih osiguranih slučajeva u jednoj zemlji viši, ekonomski je opravdano i da cena osiguranja bude viša.

Izvesne zamerke se mogu uputiti i načinu utvrđivanja referentne cene. Obzirom da se ona dobija kao prosek cena u četiri zemlje sa najnižom cenom za određenu finansijsku uslugu, po pravilu se dobija cena koja nije na snazi ni u jednoj od analiziranih zemalja. Referentna cena stoga ima obeležje veštačke cene. Ona je modelom programirana i označena kao cena koja bi preovlađivala da je tržište za definisanu finansijsku uslugu jedinstveno. Postoje višestruke alternative ovakvom načinu utvrđivanja referentne cene od kojeg fundamentalno zavise procene ušteda u troškovima finansijskih usluga⁹⁰.

Konačno, heterogena skupina faktora može usloviti opstajanje cenovnih razlika među zemljama i sprečiti ostvarivanje očekivanog pada cena usluga. Stepem finansijskog razvoja i efikasnost finansijskog sistema se uvrštavaju među te faktore, čime se priznaju razlike među nacionalnim finansijskim sistemima. Varijacije u rizičnosti zemalja, odnosno rizicima koji su inherentni svakoj zemlji, uvreženim lokalnim običajima i uslovima poslovanja neizbežno će proizvesti izvesne varijacije u cenama finansijskih usluga. S tim u vezi, jedna od primedbi upućenih izveštaju sastojala se u tome da

⁹⁰ Referentna cena je mogla biti definisana kao prosečna cena na nivou svih analiziranih zemalja. Dodatno, moglo se vršiti ponderisanje cena prilikom utvrđivanja prosečne cene u skladu sa ekonomskom snagom zemalja, odnosno veličinom tržišta finansijskih usluga; a u optičaju se mogu naći i druge varijante.

proporcionalno smanjenje potencijalnog pada cena i utvrđivanje očekivanog pada cena nije bilo dovoljno, te da je moralo biti još veće kako bi se u punoj meri uzeli u obzir uticaji ove heterogene skupine faktora.

Ipak, uprkos rezervama sa kojima se mora pristupiti dobijenim rezultatima iz izveštaja, zbog gore navedenih razloga, on je predstavljao veoma snažan argument koji je išao u prilog odlučnom i nepokolebljivom delovanju u pravcu zaživljavanja jedinstvenog tržišta finansijskih usluga. Na kraju, u izveštaju se konstatuje da bi inkrementalni rast GDP-a u EEZ koji proističe iz pune integracije tržišta finansijskih usluga trebalo da iznosi 1,5%.

Zamajac daljoj integraciji tržišta finansijskih usluga koji je pokrenut Ćekinijevim izveštajem, dopunjen je sa tri važna dokumenta koja su bila usvojena. Prvo su 1988. godine prihvaćeni propisi o utvrđivanju adekvatnosti kapitala u bankama koje je u julu iste godine propisao Komitet za nadzor i kontrolu banaka (*Committee on Banking Regulation and Supervisory Practices*) koji je formiran pri Banci za međunarodna poravnanja, kolokvijalno nazvan Bazelskim komitetom. Obzirom da su u radu komiteta učestvovali predstavnici organa za kontrolu banaka vodećih zemalja⁹¹ Evropske zajednice bilo je logično da dogovor koji je postignut bude protežiran kao rešenje koje će se primeniti i u samoj Evropskoj zajednici. Svrha rada komiteta je bila da se povežu nosioci nacionalnih sistema nadzora i kontrole banaka kako bi sve banke, a prevashodno one sa međunarodnim karakterom, bile podvrgnute kontroli u skladu sa zajednički usvojenim i primenjenim principima. Time se zapravo inicirao proces harmonizacije nacionalnih propisa u vezi sa nadzorom i standardima kontrole banaka na globalnom nivou. Na nivou EEZ usvojene su dve direktive: Direktiva o sopstvenom kapitalu⁹² (*Own Fund Directive*) i Direktiva o solventnosti banaka⁹³ (*Bank Solvency Ratio Directive*).

⁹¹ Misli se na predstavnike Nemačke, Francuske, Velike Britanije i Italije, a u radu su učestvovali i predstavnici Holandije, Belgije i Luksemburga.

⁹² Direktiva 89/299/EEC.

⁹³ Direktiva 89/647/EEC.

Otpribliže u isto vreme usvojena je i Direktiva o liberalizaciji kretanja kapitala⁹⁴ (*Directive on Liberalization of Capital Flows*) kojom se definitivno uvodi sloboda u kretanju kapitala među zemljama članicama. Obzirom na uvek prisutnu kolebljivost deviznih kurseva i izvedene probleme koje ona može proizvesti, i u ovoj direktivi je ostavljena zaštitna klauzula kojom se daje pravo zemljama članicama da privremeno aktiviraju mere kojima se ograničava slobodno kretanje kapitala. Za primenu ovih mera bilo je, u redovnom postupku, neophodno dobiti odobrenje Evropske komisije, a u slučaju jakih špekulativnih pritisaka na valutu uputiti komisiji zvanično saopštenje pre hitne primene mera. Prisustvo ove klauzule ostavilo je tračak sumnje u ostvarivost namera obznajenih u direktivi i u vremensko trajanje slobodnog kretanja kapitala, što se na kraju ispostavilo neopravdanim. Ovom direktivom su ukinute posebne liste kapitalnih transakcija, koje su uvedene direktivama sa početka 1960-ih godina, za koje su važili različiti režimi liberalizacije⁹⁵. Za sve transakcije koje su bile taksativno navedene u ovim listama ukinuti su svi postupci za izdavanje opštih i posebnih dozvola, zaračunavanje različitih deviznih kurseva za određene transakcije, a svaka evidencija ovih transakcija mogla je da se obavlja samo u administrativne i statističke svrhe. Pored toga, ne samo da su sve države članice imale čvrstu obavezu primene ove direktive, one su bile podstaknute da, koliko je to moguće, proklamovanu liberalizaciju sprovode i na kretanja kapitala sa trećim zemljama.

Treći, ujedno i najvažniji dokument je Druga bankarska direktiva⁹⁶ doneta 15. decembra 1989. godine. Direktiva je prirodno proistekla iz ciljeva postavljenih u Jedinstvenom evropskom aktu, a obrazloženih u Beloj knjizi, čija je ideja vodilja stvaranje internog tržišta EEZ. Direktivom se ukida obaveza kreditne institucije registrovane u jednoj državi članici da dobije saglasnost za otvaranje filijale u drugoj državi članici koju izdaju njeni ovlašćeni organi. Počinje da se primenjuje pravo prvenstva u superviziji kreditnih institucija po kojem domaći regulator (*home regulator*), određuje se prema sedištu institucije, ima prednost u odnosu na stranog regulatora (*host regulator*), a ovaj princip se

⁹⁴ Direktiva 88/361/EEC.

⁹⁵ U osnovi radilo se o tri režima koja se primenjuju na kapitalne transakcije: безусловna liberalizacija, uslovna liberalizacija i bez liberalizacije.

⁹⁶ Direktiva 89/646/EEC.

proteže i na pravni okvir koji se primenjuje na instituciju. Filijale banaka iz zemalja EEZ su oslobođene obaveze izdvajanja upisanog kapitala koji je bio garancija za njihove operacije u nedomicilnoj zemlji EEZ u ranijem periodu, što ih je izjednačavalo sa supsidijarima⁹⁷. Krajnji rok koji je dat zemljama članicama da usklade svoje nacionalne propise sa sadržajem direktive je 31. decembar 1992. godine.

U aneksu direktive se taksativno navode svi poslovi koje kreditna institucija može obavljati i za koje joj se izdaje dozvola da ih obavlja na nivou EEZ. Ti poslovi su:

1. primanje depozita i drugih oblika pozajmljenih sredstava od šire javnosti
2. odobravanje kredita (potrošački krediti, hipotekarni krediti, faktoring (sa i bez regresa), finansiranje trgovačkih transakcija (uključujući forfeting))
3. finansijski lizing
4. poslovi platnog prometa
5. izdavanje i administriranje sredstava plaćanja (kreditne kartice, putnički čekovi, bankarski akcepti)
6. izdavanje garancija i kreditnih obaveza (vanbilansni poslovi)
7. trgovanje za račun klijenta ili sopstveni račun:
 - a.) instrumentima tržišta novca (čekovi, menice, depozitni sertifikati)
 - b.) na deviznom tržištu
 - c.) fjučersima i opcijama
 - d.) instrumentima zaštite od deviznog i kamatnog rizika
 - e.) prenosivim hartijama od vrednosti
8. učešće u emisiji akcija i pružanje usluga u vezi sa emisijom
9. savetodavne usluge korporativnim klijentima u vezi sa strukturom kapitala, poslovnom strategijom i bliskim pitanjima, kao i usluge u vezi sa merdžerima i akvizicijama
10. posredovanje u kratkoročnom kreditiranju između transaktora (*money broking*)

⁹⁷ Supsidijar (*subsidiary*) je pravno lice u stranoj zemlji osnovano i registrovano u skladu sa pravnim propisima strane zemlje u vlasništvu domaćeg pravnog lica. U našoj pravnoj terminologiji ono se naziva zavisnim društvom. Filijala (*branch*) je organizacioni deo domaćeg pravnog lica koji je lociran u stranoj zemlji i iz kojeg se mogu obavljati poslovi za koje je domaće pravno lice ovlašćeno da ih obavlja u domaćoj zemlji, moguće uz određenja ograničenja koje nameću posebni propisi u stranoj zemlji.

11. upravljanje portfeljom i savetodavne usluge
12. kastodi i administrativni poslovi povezani sa hartijama od vrednosti
13. usluga procene boniteta klijenata
14. depo poslovi

Ova lista poslova je bitna obzirom da se njome etablira model univerzalne banke u EEZ. Kreditnim institucijama se dozvoljava da obavljaju i poslove koji prema anglosaksonskom modelu bankarstva jesu svojstveni investicionim bankama. Tu se prvenstveno imaju u vidu poslovi pod rednim brojevima 7, 8, 9 i 11. Direktiva predviđa ažuriranje liste kako bi se pratila evolucija bankarskih usluga i nove usluge inkorporirale u nju. Postoji dodatni razlog zbog kojeg je ova lista bitna, a on tangira jedinstvenu dozvolu za rad koja je predviđena direktivom. Ukoliko relevantni zakon koji je na snazi u jednoj zemlji članici predviđa obavljanje određenih poslova koji nisu obuhvaćeni listom⁹⁸, banka iz dotične zemlje može da ima problema ukoliko ima otvorenu filijalu u nekoj drugoj zemlji članici. Činjenica da se odgovarajući posao ne nalazi na listi je dovoljan razlog da ovlašćeni organ druge zemlje zabrani obavljanje tog posla filijali banke, obzirom da jedinstvena dozvola važi samo za listom obuhvaćene poslove.

Šire posmatrano, da bi neka kreditna institucija mogla putem svojih filijala u drugim zemljama EEZ da obavlja određeni posao, ona mora ispuniti dva uslova. Prvi, da poseduje dozvolu izdatu u matičnoj zemlji za taj posao; drugi, da se dotični posao nalazi na listi u aneksu direktive.

Ova dva uslova mogu dovesti do paradoksalnih situacija. Kreditna institucija iz jedne zemlje članice može obavljati sve poslove koji ispunjavaju postavljena dva uslova, čak i u onim zemljama EEZ u kojima relevantni zakoni ne predviđaju obavljanje nekog od tih poslova. Ako banka sa sedištem u jednoj zemlji članici ima dozvolu za obavljanje poslova finansijskog lizinga, u skladu sa tamošnjim zakonima, ona te poslove može

⁹⁸ Uzmimo hipotetički primer naše zemlje. Član 4. Zakona o bankama u Srbiji predviđa da banke mogu obavljati poslove zastupanja u osiguranju, što su neke banke i iskoristile; Komercijalna banka sarađuje sa Dunav osiguranjem, Raiffesen banka sa Uniqua osiguranjem itd. Da je taj posao bio dozvoljen u jednoj zemlji članici EEZ, druga zemlja članica bi filijalama banaka iz prve zemlje članice koje posluju u njoj mogla legitimno zabraniti obavljanje dotičnog posla.

obavljati u celoj EEZ. Sa druge strane, ukoliko taj posao nije predviđen nacionalnim zakonodavstvom, kreditna institucija nema pravo da vrši posao finansijskog lizinga u drugim zemljama EEZ, čak i kada njihovo zakonodavstvo dozvoljava njegovo obavljanje. Dok u prvoj situaciji banka stiče konkurentsku prednost, u drugoj situaciji nacionalni propisi bi proizveli konkurentske slabosti za domaće banke što bi ih stavilo u neravnotežan položaj prema drugim bankama iz EEZ. Zato je ova direktiva bila jak stimulans za harmonizaciju bankarskih nacionalnih propisa u delu koji se odnosi na delokrug poslova banke.

Direktiva nije eksplicitno pozivala na sveobuhvatnu harmonizaciju propisa, što je u skladu sa principom uzajamnog priznanja nacionalnih propisa, ali su definisane tri tačke unutar supervizije banaka u kojima je ona bila nužna kako bi se dao kredibilitet principu kontrole poslovanje od strane domaćeg regulatora (*home country*). Ovaj pristup se naziva pristupom minimalne harmonizacije koji je promovisan u Beloj knjizi, po kome se definišu ključne tačke u svakoj oblasti u kojima se sprovodi usklađivanje rešenja koja već postoje u nacionalnim propisima sa rešenjima koja su određena u izvorima komunitarnog prava, a u koja spadaju i direktive, te da se sva ostala pitanja regulišu principom uzajamnog priznanja. Prva tačka se odnosi na minimalni sopstveni kapital neophodan prilikom osnivanja banke, kao i na minimalni kapital neophodan za pokriće rizika kojima je banka izložena u svom redovnom poslovanju, čime se zapravo naglašava važnost adekvatnosti kapitala u bankama. Ovo je dodatno regulisano sa dve direktive kojima se faktički usvajaju bazelski standardi, a koje su gore navedene. Druga tačka se odnosi na podobnost akcionara banke. U želji da se izbegne konflikt interesa i rizik unakrsnog finansiranja⁹⁹ direktiva predviđa mogućnost da se svaka vlasnička struktura banke u kojoj kvalifikovano učešće poseduju nepodobni akcionari proglasi neprihvatljivom, te odbije saglasnost na sticanje tog učešća. Visina kvalifikovanog učešća je postavljena na 10% kapitala, odnosno glasačkih prava u kreditnoj instituciji¹⁰⁰. Ovim odredbama se štiti

⁹⁹ Pojavljuje se kada akcionari banke, uglavnom preduzeća iz realnog sektora, vrše uticaj na upravu banke da im se obezbedi liberalan pristup kreditima koje banka odobrava, koji se po pravilu odobravaju pod povlašćenim uslovima.

¹⁰⁰ Poređenja radi, prema našem Zakonu o bankama kvalifikovano učešće je definisano kao najmanje 5%, znatno učešće kao najmanje 20% i kontrolno učešće kao najmanje 50% kapitala, tj. glasačkih prava, jednog pravnog lica. Za sticanje bilo kog od navedenih učešća neophodna je saglasnost Narodne banke Srbije.

sigurnost i stabilnost banke, a time i celog bankarskog sistema. Predviđeno je i da u svim slučajevima u kojima vlasnici kvalifikovanog učešća vrše uticaj na upravljanje i poslovnu politiku institucije na način koji je po nju štetan, nadležni organi mogu preduzeti odgovarajuće mere. One mogu biti u formi zabrana, sankcija protiv odgovornih lica banke i suspenzije glasačkih prava spornih akcionara. Na isti način na koji je učešće u vlasništvu kreditne institucije relevantno, relevantno je i njeno učešće u kapitalu preduzeća koja ne pripadaju finansijskom sektoru. Propisano je da pojedinačno kvalifikovano učešće ne sme biti veće od 15%, a da sva kvalifikovana učešća ne smeju preći 60% kapitala kreditne institucije. Treća tačka se odnosi na ujednačavanje mehanizama interne kontrole i revizije i računovodstvenih politika izveštavanja koje olakšavaju standardizovanu i jednoobraznu kontrolu poslovanja kreditnih institucija.

Dajući bankama široka ovlašćenja, u smislu poslova koje obavljaju, direktiva je dovela u nepovoljan položaj nekreditne finansijske institucije, pogotovo one u Velikoj Britaniji. Obzirom da se nisu uklapale u definiciju institucija na koje će se odnositi direktiva, one su ostale bez jedinstvene dozvole za rad i pristupa finansijskim tržištima ostalih zemalja članica EEZ. Sa druge strane, sve kreditne institucije u EEZ su stekle pravo slobodnog pristupa na njihovom tržištu, što je znatno moglo da zaoštri konkurenciju na njemu. U tom smislu, posebno konkurentnim su mogle da se pokažu nemačke kreditne institucije¹⁰¹. Ovaj podređen položaj nekreditnih finansijskih institucija donekle je ispravljen činjenicom da nisu bile obuhvaćene dvema direktivama koje su se odnosile na obezbeđivanje adekvatnosti kapitala, što ih je stavljalo u povlašćen položaj u odnosu na kreditne institucije.

Domašaj direktive je prelazio granice EEZ. Banke izvan EEZ koje su osnovale zavisne kreditne institucije u nekoj zemlji članici pre stupanja na snagu direktive će uživati koristi od promena koje se njome predviđaju, jer će biti izuzete od zadovoljenja principa reciprociteta u međudržavnim odnosima. Ovo bi trebalo da motiviše strane banke koje nemaju zavisne institucije da, ukoliko žele da posluju na tržištu EEZ, osnuju zavisne

¹⁰¹ Ovaj defekt je ubrzo ispravljen donošenjem Direktive o investicionim uslugama - uslugama povezanim sa hartijama od vrednosti (*Investments Services Directive - 93/22/EEC*) koja je u ravnopravan položaj dovela finansijske institucije dominantno angažovane na finansijskim tržištima i kreditne institucije.

banke ili kupe neke od postojećih kroz akviziciju pre stupanja na snagu direktive. U izboru zemlje članice u kojoj će biti sedište zavisne banke tri kriterijuma će biti odlučujuća: a.) opseg poslova koje kreditna institucija može obavljati, b.) kvalitet poslovnog okruženja i prateće infrastrukture i c.) poreska pitanja. Oprezan izbor zemlje članice koja pruža najbolje mogućnosti za implementaciju određene poslovne strategije mogao bi stranim bankama obezbediti početnu prednost u odnosu na konkurenciju¹⁰².

U Tabeli 5. se nalaze podaci za pet strukturnih indikatora bankarskog sektora za zemlje koje su 1995. god. činile Evropsku Uniju¹⁰³. Na osnovu ovih indikatora može se steći opšti utisak o veličini, uticaju i strukturi njihovih bankarskih sektora.

Vremenski okvir 1985-1995. god. je odabran obzirom da je blizu sredine ovog perioda usvojena direktiva, tako da se upoređuje stanje pre i posle njenog usvajanja. Na nivou 12 zemalja koje su činile EU do 1995. god. zabeležen je pad broja banaka, sa 9971. na 8303. Broj banaka u tri zemlje koje su se pridružile EU 1995. god. se u posmatranom periodu još izraženije smanjio sa 2502. na 1671. Ukupna aktiva bankarskog sektora se izuzetno povećala, u nominalnom izrazu radi se o povećanju od 102%, pri čemu je najveći rast zabeležen u Portugalu (206%), Holandiji (186%), Luksemburgu (162%) i Nemačkoj (139%). Indikator komplementaran ukupnoj aktivni banaka je procentualno iskazano njeno učešće u bruto domaćem proizvodu¹⁰⁴. Na početku perioda sve zemlje su imale veličinu bankarskog sistema koja je aproksimativno odgovarala veličini njihovih privreda, sa izuzetkom Belgije i Velike Britanije koje su imale najveću vrednost ovog indikatora što je u skladu sa otvorenošću njihovih finansijskih sektora i slobodom u finansijskim tokovima koja to prati. Ako se pogleda kraj perioda primećuju se određene promene. Vanredno brzu ekspanziju beleži bankarski sektor u Francuskoj koji je sa svega 98% učešća u GDP-u došao do čak 240%, a bliske pratioce ima u Holandiji, Nemačkoj i

¹⁰² Gruson i Nikowitz (1988).

¹⁰³ Obzirom da su Austrija, Finska i Švedska postale članice EU 1995. god. na njih se nisu odnosile važne promene koje su se ticale bankarskog sektora, a koje su sprovedene tokom 1980-ih godina u EEZ. Ovo može da bude povoljna okolnost obzirom da se ove zemlje mogu tretirati kao kontrolni uzorak sa kojim bi se komparirali trendovi opaženi u nacionalnim bankarskim sektorima zemalja EEZ.

¹⁰⁴ Vrednosti u 1995. god. za Švedsku i Finsku su donekle iskrivljene obzirom na skandinavsku bankarsku krizu sa početka 1990-ih. Za obe zemlje vrednost ovog indikatora je bila veća 1990. nego 1995. god, 135% za Finsku i 173% za Švedsku.

Velikoj Britaniji. Očigledan je uticaj internacionalizacije i evropeizacije na ekspanziju bankarskog sektora u ovim zemljama.

Ako se posmatra broj filijala uočava se njihov manje ili više izražen rast izuzev u Holandiji u kojoj broj stagnira, a u tri zemlje se beleži pad: Belgiji, Danskoj i Velikoj Britaniji. U Velikoj Britaniji je zabeleženo posebno veliko smanjenje mreže filijala banaka. Međutim, ovom smanjenju nije korespondirao i pad broja zaposlenih. Pored toga, ako se uporedi broj zaposlenih u Velikoj Britaniji sa brojem zaposlenih u Francuskoj ili Nemačkoj, koje su joj slične veličinom i nivoom razvijenosti, opazaju se razlike koje mogu da potiču od načina i modela organizacije bankarske delatnosti. Matthews i Norton (2009) smatraju da su bankarski sektori u kontinentalnom delu Evrope fragmentisani, opterećeni viškovima kapaciteta i nedostatkom konkurencije, a ekonomije obima nedovoljno iskorišćene. Po njima bankarski sektor u Velikoj Britaniji je daleko manje radno intenzivan, zakoni koji regulišu zapošljavanje generalno omogućavaju veću fleksibilnost kompanijama, zbog čega britanske banke mogu brže da se prilagode na promene uslova u okruženju i brže odgovore na pretnje u poslovanju koje potiču ne samo od banaka iz EU, već i iz drugih razvijenih zemalja.

Obrnut slučaj se primećuje u Francuskoj gde se broj filijala povećava (za 824), ali se zato broj zaposlenih smanjuje (za 41 000). Francuska ovde predstavlja izuzetak, zajedno sa Danskom, jer samo u ove dve zemlje se broj zaposlenih u bankarskom sektoru smanjuje. Najveći relativni rast u broju zaposlenih se registruje u Luksemburgu (gotovo 100%) zbog njegovog položaja specifičnog finansijskog centra. Ukupan broj zaposlenih u bankarskom sektoru se u 1995. god. popeo na blizu 2,5 miliona.

U pogledu stepena koncentracije u bankarskom sektoru merenim CR5 indikatorom ne može se izdvojiti konzistentan trend među zemljama. Posebno visok stepen koncentracije imaju Švedska, Holandija i Grčka, dok najnižu koncentraciju ima Nemačka sa 16,7%, što je u skladu sa osobenostima njenog istorijskog razvoja bankarstva.

Tabela 5: Prikaz strukturnih indikatora bankarskog sektora za zemlje EU u periodu 1985-1995.

Zemlja	Broj banaka		Aktiva (mlrd €)		Aktiva (% GDP)		Broj filijala		Broj zaposlenih (u hiljadama)		CR5 ¹⁰⁵ (pokazatelj koncentracije)	
	1985	1995	1985	1995	1985	1995	1985	1995	1985	1995	1985	1995
Austrija	1406	1041	-	-	-	-	-	-	-	-	-	39
Belgija	120	143	285,9	589,4	252	304	8207	7668	71	77	48	54
Danska	259	202	96,3	125,5	91	118	3411	2215	52	47	61	72
Finska	498	381	-	-	86	117	-	1612	-	31	-	70,6
Francuska	1952	1469	1348,8	2513,7	98	240	25782	26606	449	408	46	41,3
Nemačka	4739	3785	1495,1	3584,1	117	169	39925	44012	591	724	-	16,7
Grčka	41	53	69,2	94	-	-	1815	2417	27	54	80,6	75,7
Irska	42	56	21	45,8	-	-	-	808	-	-	47,5	44,4
Italija	1101	970	546,8	1070,5	116	135	13033	20839	319	337	-	32,4
Luksemburg	177	220	169,8	445,5	-	-	120	224	10	19	26,8	21,2
Holandija	178	102	226,7	650	115	216	6868	6729	92	111	72,9	76,1
Portugal	226	233	38	116,3	-	-	1494	3401	59	60	61	74
Španija	364	506	311,3	696,3	130	159	32503	36405	244	249	35,1	47,3
Švedska	598	249	-	-	122	152	-	-	-	-	-	86,5
Vel. Brit.	772	564	1293,6	1999,5	167	237	22224	17522	350	383	-	28,3

Izvor: Goddard, Molyneux, Wilson i Tavakoli (2007).

¹⁰⁵ Pokazuje zbirno učešće aktive 5 najvećih banaka u zemlji u ukupnoj aktivni bankarskog sektora.

1.6.4. Akcioni plan za tržište finansijskih usluga

U poslednjoj deceniji XX veka zbile su se važne promene u EEZ, počev od čuvenog Sporazuma iz Mاستrihta 1992. god, koje su fundamentalno izmenile pejzaž evropskog ekonomskog prostora, a time i finansijskog sektora i tržišta finansijskih usluga. U ovoj deceniji je dodatno ojačana spoznaja da stvaranje jedinstvenog evropskog tržišta za robe i usluge neizostavno obuhvata i integrisano tržište finansijskih usluga. Integracija i reforma finansijskog sektora su smatrani preko potrebnim kako bi finansijski sistem uspeo efikasno da vrši svoje osnovne funkcije, a njegov pravilan razvoj je podrazumevao postizanje prave ravnoteže između delovanja konkurentskih snaga i finansijske regulacije. Zato su poduzeti dalji koraci koji bi vodili razvoj u pravom smeru.

Na sastanku Evropskog saveta, najuticajnije institucije u EU, u Kardifu koji je održan 15. i 16. juna 1998. god. pitanje finansijske integracije je dobilo status političkog prioriteta. Po proceduri, odluke i stavovi nakon svakog sastanka saveta, koji se održavaju najmanje dva puta godišnje, se objavljuju u dokumentu pod nazivom Zaključci predsedništva (*Presidency Conclusions*). U tački 17. zaključka sa sastanka u Kardifu se navodi da bi više trebalo da se uradi kako bi se omogućilo jedinstvenom tržištu da ispolji svoj puni doprinos konkurentnosti, privrednom rastu i nezaposlenosti. Taksativno je navedeno osam kritičnih tačaka koje zahtevaju posebnu pažnju i adekvatne mere kako bi jedinstveno tržište ispoljilo svoj puni potencijal. Među tim oblastima identifikovano je i jedinstveno tržište finansijskih usluga, a Komisija je pozvana da pripremi okvirni plan akcije do sastanka u Beču kojim se pospešuje funkcionisanje ovog tržišta, posvećujući pri tome punu pažnju delotvornosti primene postojećeg zakonodavstva i otkrivanju slabosti koje zahtevaju dodatne zakonodavne aktivnosti. Kao odgovor na ovaj zaključak, Komisija je formirala 28. januara 1999. god. posebnu Grupu za definisanje politike za finansijske usluge (*Financial Services Policy Group*) kojom je predsedavao Mario Monti i koja je priredila Akcioni plan za kompletiranje jedinstvenog tržišta finansijskih usluga (*Financial Services Action Plan*), a koji je 11. maja 1999. god. javno publikovan u formi saopštenja¹⁰⁶ (*Communication*) Komisije.

¹⁰⁶ COM (1999) 232.

Pre donošenja FSAP-a konstantovano je da napredak u stvaranju jedinstvenog evropskog finansijskog prostora teče suviše sporo, da je neophodna nova zakonodavna aktivnost kako bi se stabilizovali uslovi konkurencije na panevropskom nivou. To je značilo i da zemlje članice nisu bile dovoljno prilježne u primeni postojećih direktiva, kao i da je nedostajala konzistentnost u primeni onih direktiva koje su proizvele dejstvo. Koristi od integrisanog finansijskog prostora su bile skromne u odnosu na one publikovane u Čekinijevom izveštaju. Dispariteti u cenama finansijskih usluga među zemljama su bili rezistentni. Na primer, provizija za transakcije sa akcijama na uređenim tržištima za male investitore je bila 17 puta veća u zemlji u kojoj je zabeležena najviša provizija u odnosu na zemlju sa najnižom provizijom¹⁰⁷. FSAP je trebalo da popravi postojeće stanje, podstakne stvaranje dubljeg i likvidnijeg finansijskog tržišta i prekograničnu realizaciju finansijskih usluga malog obima.

U FSAP-u su istaknuta četiri strateška cilja na čijem ostvarenju je bilo potrebno raditi u nastupajućem periodu:

1. jedinstveno tržište u EU za finansijske usluge velikog obima (*wholesale financial services*) koje koriste finansijske institucije i preduzeća i koje se pružaju prvenstveno na finansijskim tržištima
2. otvoreno i bezbedno tržište za finansijske usluge malog obima (*retail financial services*) koje koriste prvenstveno fizička lica i mala i srednja preduzeća
3. primena najsavremenijih prudencionih pravila i praksi nadzora finansijskih institucija
4. opšti uslovi za optimalno funkcionisanje jedinstvenog tržišta finansijskih usluga

Realizacija prvog cilja obuhvata nekoliko važnih elemenata. Prvo, neophodno je omogućiti korporativnim emitentima hartija od vrednosti da prikupljaju sredstva po povoljnim i konkurentskim uslovima na širokoj osnovi koju predstavlja finansijsko tržište svih zemalja EU. Da bi se određene hartije od vrednosti mogle ponuditi na prodaju u drugim zemljama EU, bilo je uslovljeno podnošenjem zvanične prijave i dodatne

¹⁰⁷ Howells i Bain (2008).

dokumentacije nadležnom telu u svakoj zemlji¹⁰⁸ što je ceo postupak činilo skupim i sputavalo prikupljanje sredstava na nivou EU. Poseban akcenat je stavljen na problem prikupljanja kapitala za inovativne start-up kompanije, čije potrebe za finansiranjem opslužuje poseban segment finansijskog tržišta na kojem su aktivni investitori koji su spremni da preuzmu značajno veće rizike ulaganja u odnosu na konvencionalnog, prosečnog investitora. Kako ova tržišna niša nije bila dovoljna razvijena da se na njoj formira kritična masa transakcija i aktivnosti koja bi podmirila potrebe ovih kompanija, tako su na nivou EU propuštene mnoge prilike za realizaciju investicija i stvaranje novih radnih mesta u tim kompanijama. Drugo, investitori i finansijski posrednici moraju uživati pristup svim finansijskim tržištima iz jedne tačke. Treće, ponovo je naglašena neophodnost da institucije koje pružaju finansijske usluge na finansijskom tržištu mogu te usluge ponuditi na prekograničnoj osnovi bez izlaganja nepotrebnim preprekama ili bilo kojim drugim administrativnim ili pravnim barijerama. Ovaj element potvrđuje da postoji očito velika diskrepanca između onoga što je intencija direktiva koje se usvajaju da bi se uredio finansijski sektor, i realnog stanja u poslovanju finansijskih institucija i funkcionisanju finansijskog sistema koji i dalje ostaje značajno fragmentisan i nakon skoro dve decenije od prvih pokušaja njegove integracije. Četvrto, portfolio menadžerima mora da se obezbedi celovit i integrisan pravni okvir koji bi im dozvolio da sredstva kojima upravljaju plasiraju na najproduktivniji način. Sa posebnim teškoćama se suočavaju menadžeri u penzionim fondovima kojima je, zbog dobrobiti članova fonda, velikim delom ograničeno pravo na prekogranični plasman uplaćenih doprinosa. U isto vreme im se limitira izbor finansijske aktive koja najbolje odgovara dugoročnoj prirodi njihovih obaveza i snižava rizik portfolia kojim upravljaju, čime za njih ostaju nedostižne prilike za podizanje performansi fonda koje nisu štetne i ne dovode u pitanje interes članova fonda. Peto, širenje klime pravne sigurnosti tako da trgovina hartijama od vrednosti i njihovo poravnanje bivaju zaštićeni od nepotrebnih rizika vezanih za položaj i ponašanje druge strane u transakciji. Rešenje za ovaj rizik se nalazi u usvajanju zajedničkih pravila kojima se reguliše kolateral, odnosno sredstvo obezbeđenja koje se javlja kod transakcija sa hartijama od vrednosti. Otklanjanje sumnji vezanih za korišćenje

¹⁰⁸ Princip uzajamnog priznavanja očigledno nije uspešno funkcionisao u praksi kada su u pitanju prospekti za nove emisije hartija od vrednosti.

prekograničnog kolaterala, povodom prelaženja kolaterala u posed jedne strane u transakciji ukoliko druga strana postane nesolventna, može bitno da doprinese pospešivanju prekograničnih transakcija sa hartijama od vrednosti.

Na sličan način kao i kod prvog cilja, ostvarenje drugog cilja podrazumeva užu listu postignuća ka kojima bi trebalo usmeriti napore. Jedno od postignuća je snabdevanje korisnika usluga neophodnim alatima, u prvom redu informacijama, i zaštitnim mehanizmima, kao što su preciziranje njihovih prava i efikasno rešavanje sporova, koji će ih pripremiti da u punoj meri uzmu aktivno učešće na tržištu finansijskih usluga malog obima. Bez jasnih, razumljivih i pouzdanih informacija, kako o finansijskom ugovoru koji zaključuju tako i o finansijskom posredniku koji taj ugovor nudi, korisnici nisu spremni da koriste u prvom redu štedne proizvode, ali ni ostale usluge koje se nude. Snažan impuls prekograničnom korišćenju usluga mogu dati efikasni postupci za obeštećenje korisnika u slučajevima povrede njihovih prava ili za razrešavanje spornih pitanja između korisnika i finansijskih posrednika. Drugo, neujednačeni ili nejedinstveno protumačeni usklađeni propisi o zaštiti korisnika usluga se često pojavljuju kao nesavladiva prepreka prilikom prekograničnog korišćenja usluga ukoliko nadležna tela neosnovano insistiraju na njihovoj primeni. Argument zaštite korisnika usluga se često upotrebljavao kao instrument odbrane domaćih finansijskih posrednika od inostrane konkurencije koja bi mogla ponuditi identične usluge po povoljnijim uslovima. Treće, novi elektronski kanali distribucije usluga i tehnike prodaje usluga na daljinu zavređuju snažnu podršku, kroz razvoj pospešujućeg pravnog okvira, kako bi se mogli masovno koristiti na panevropskom nivou. Elektronska trgovina je dovela do istinske revolucije u distribuciji proizvoda i usluga, koja nije zaobišla ni finansijske usluge. Dramatično smanjenje troškova distribucije i proširene mogućnosti za uspostavljanje kontakta sa kupcima i plasman proizvoda izuzetno pogoduju panevropskoj integraciji tržišta finansijskih usluga. Četvrto, tržište usluga osiguranja je označeno kao visoko zatvoreno. Kao uzrok zatvorenosti navedene su razlike u nacionalnim zakonodavstvima i strogim pravilima zaštite korisnika usluga, koje se mogu prevazići jedino usvajanjem zajedničkog pristupa u regulaciji poslovanja osiguravajućih kompanija koji bi vodio slobodi u pružanju usluga osiguranja i zaštiti opšteg interesa istovremeno. Konačno, univerzalan

problem za sve sastavne delove tržišta za finansijske usluge malog obima su prekogranična plaćanja. Provizije i prateći troškovi kod plaćanja niske vrednosti su ozbiljna smetnja integraciji tržišta, jer čine prekogranična plaćanja bezrazložno višestruko skupljim u odnosu na domaća plaćanja koja se procesuiraju u nacionalnim sistemima obračuna platnog prometa. Korišćenje plodova razvoja savremenih informacionih tehnologija daje osnova za rešenje uočenog problema koje se sastoji u razvoju moderne infrastrukture plaćanja na panevropskom nivou koja će biti efikasna, bezbedna i sa troškovima transakcija plaćanja koji su uporedivi sa onima koje snose transaktori na nacionalnom nivou.

Treći strateški cilj je regulatornog karaktera i odnosi se na uspostavljanje koherentnog sistema supervizije finansijskog sektora. Veliku ulogu o u ovom procesu imali su bilateralni memorandum o razumevanju između nacionalnih tela nadležnih za superviziju koji su potpomogli konvergenciju nacionalnih propisa i implementaciju prethodno donetih direktiva. U međuvremenu, novi izazovi su proistekli iz veza koje izrastaju iz bližeg i čvršćeg spoja između različitih tipova finansijskih institucija koje su primarno angažovane na pružanju određenih vrsta finansijskih usluga. To se u prvom redu odnosi na superviziju složenih finansijskih grupa, koje svojim poslovanjem mogu kreirati nove rizike ili povećati postojeće, pri čemu se iz temelja menja filozofija sistemskog rizika. Brisanje prepoznatljivih granica između tipova finansijskih institucija mora biti praćeno uzmicanjem granica između regulatornih tela nadležnih za specifično određene finansijske institucije, a prudenciona pravila moraju biti fleksibilno postavljena kako bi se mogla prilagoditi novonastajućim promenama u okruženju. Aktivnosti tržišnih učesnika su uvek usmerene na prevazilaženje postojećih regulatornih ograničenja, koje je po pravilu veoma uspešno, zbog čega se uvek iznova pojavljuju praznine u prudencionom okviru koje urgentno treba sanirati. Internacionalizacija, dezintermedijacija i globalizacija koji pogoduju tržišnoj integraciji zahtevaju nove forme saradnje i koordinacije između nadležnih tela. Mnoge teme koje se razmatraju odvojeno na nivou bankarskog sektora, sektora osiguranja ili finansijskih tržišta u stvarnosti nisu sektorske već međusektorske teme obzirom na svoje efekte. Ovo može biti rešeno na način da se uvedu nove institucionalne prudencione strukture ili da se iskoriste postojeće kroz koje će se

artikulisati prihvatljiva rešenja, što se čini efikasnijim rešenjem jer se izbegava prekomerna i glomazna institucionalna struktura¹⁰⁹. Ovde se prvi put spominje ideja o definisanju uslova pod kojima će biti neophodno izvršiti reviziju aranžmana za superviziju banaka, jer je uočeno da oni ne obezbeđuju lokalizovanje posledica propasti krupnih banaka i da su prekogranična prelivanja negativnih posledica sasvim izvesna¹¹⁰. U pogledu standarda koje u svom poslovanju moraju da ispunjavaju i zadovoljavaju finansijske institucije ističe se namera EU da preuzme vodeću ulogu na međunarodnom nivou u iniciranju i usvajanju najviših standarda. Oni bi trebalo da garantuju jednake uslove poslovanja za sve tržišne učesnike, sa jedne strane, i da održe stabilnost i poverenje u finansijski sistem, sa druge strane.

Poslednji navedeni strateški cilj se suštinski odnosi na fiskalne aspekte i korporativno upravljanje. U domenu korporativnog upravljanja navode se nacionalne razlike u načinu ostvarivanja prava akcionara koje mogu delovati kao pravna ili administrativna prepreka koja usporava integraciju tržišta, kao što je njihovo glasačko pravo na Skupštini akcionara. Za razliku od ove oblasti, fiskalni aspekti su daleko osetljivije polje za sprovođenje promena. Oporezivanje dohodaka od kapitala je heterogeno uređeno među zemljama, a fundamentalno vezano za stabilnost javnih finansija. Imajući u vidu distorzije koje neujednačenost nacionalnih poreskih stopa ili tretmana određenih oblika štednje, kao što su premije životnog osiguranja, može proizvesti, puni efekat osmišljenih i preduzetih mera u okviru sva tri prethodna strateška cilja može izostati, a sa njim i puna integracija tržišta finansijskih usluga.

FSAP-om su predviđene ukupno 43 zakonodavne mere, od toga 19 u okviru prvog strateškog cilja, 9 u okviru drugog, 10 i 5 u okviru trećeg i četvrtog, respektivno. Mere mogu uzeti nekoliko formi, pri čemu su najčešće uredbe (*Regulations*), koje imaju karakter propisa opšte primene, obavezuju u celini i direktno se primenjuju u svim

¹⁰⁹ Ovo pitanje je detaljno analizirano u okviru Komiteta eksperata (*Committee of Wise Men*) kojim je predsedavao Baron Aleksandar Lamfalusi (*Baron Alexandre Lamfalussy*), kolokvijalno nazvanim Lamfalusijevim komitetom. Komitet je doneo važne i dalekosežne predloge i rešenja u oblasti finansijskih tržišta, koji su se pokazali visoko efikasnim, zbog čega su se neki od njih primenili i na sektore bankarstva, osiguranja i finansijskih konglomerata.

¹¹⁰ Ova ideja je konačno realizovana 2012. god. sa stvaranjem bankarske unije.

državama članicama; i direktive (*Directives*) koje se ne primenjuju direktno i ostavljaju slobodu državama članicama u pogledu izbora najpovoljnijeg instrumenta primene (proceduralna diskrecija) i slobodu izbora sadržine (materijalna diskrecija)¹¹¹. Mere donete u formi direktiva dominiraju, što ukazuje na tolerantnost u pogledu načina transponovanja osnovnog smisla direktive u nacionalno zakonodavstvo sve dok on ne dovodi u pitanje ostvarenje postavljenih ciljeva. Neke direktive zamenjuju postojeće direktive koje time bivaju stavljene van snage, neke se nadovezuju na inicijative koje su ranije pokrenute ali zbog izostanka konsenzusa nisu ozvaničene u formi direktiva ili se radi o novim inicijativama pri čemu u oba slučaja dolazimo do novih direktiva kao krajnjeg rezultata, dok se u nekim slučajevima radi samo o dopunama (*amendments*) postojećih direktiva. Pored toga, neke mere se mogu doneti u formi odluka (*Decisions*), preporuka (*Recomendations*) ili saopštenja (*Communications*), ali i političkih sporazuma koji se *de facto* odnose na usvajanje uredbi i direktiva u proceduri. Prema zakonodavnoj proceduri u EU, pravo iniciranja nove legislative ima isključivo Evropska komisija, dok Savet ministara (Savet EU) i Evropski parlament usvajaju predlog nove legislative. Savet i parlament razmatraju podneti predlog, imaju pravo da vrše izmene i dopune i tako oblikuju njegov konačni sadržaj koji se objavljuje u Službenom glasniku EU (*Official Journal of the European Union*). Sve mere su rangirane prema prioritetu na skali od 1 (hitna akcija) do 3 (pokretanje novih analiza i dogovora koji će rezultirati u konkretnim akcijama), a predviđeno je da budu usvojene do sredine 2004. god. kako bi stupile na snagu do kraja 2005. god, obzirom da je prosečno vreme koje se daje članicama da inkorporiraju sadržaj direktiva u domaće zakonodavstvo oko 18. meseci.

Uspeh realizacije FSAP-a se prati preko polugodišnjih Izveštaja o progresu u sprovođenju FSAP-a. U poslednjem desetom izveštaju koji je objavljen 2. juna 2004. god. navodi se da je na vreme sprovedeno 39 od ukupno 43 zakonodavne mere, što predstavlja meru uspešnosti od preko 90%. Ubrzo po objavljivanju izveštaja, u periodu 22-23. jun 2004. god, održana je i Visoka konferencija o evropskoj finansijskoj integraciji u Briselu koja je sastavni deo procesa konsultacija sa tržišnim učesnicima u pogledu politike koju Evropska komisija vodi u sferi finansijskih usluga. Na konferenciji je izloženo 67 dopisa

¹¹¹ Vukadinović (2008).

od strane različitih poslovnih udruženja, komiteta, institucija, organizacija ili pojedinačnih finansijskih institucija u kojima se ukazuje na postignute uspehe u integraciji tržišta, ali se iznose i zamerke i razlozi zašto integracija u određenim oblastima zaostaje, sa predlozima kako da se stanje poboljša. U celini, ocenjeno je da je FSAP bio uspešan, ali da ocena njegovih efekata tek sledi i da akcenat u nastupajućem periodu treba da bude na implementaciji i sprovođenju usvojenih mera. Pod implementacijom mera se podrazumeva unošenje sadržine sekundarnih izvora komunitarnog prava, u koje spadaju direktive, preporuke itd; u nacionalni pravni sistem. Pored toga, implementacija obuhvata i identifikovanje i osposobljavanje lokalnih tela odgovornih za praćenje pridržavanja novih propisa od strane lokalnih tržišnih učesnika, kako bi propisi jednako bili primenjeni na sve učesnike. U principu, implementacija se odvija na nacionalnom nivou za razliku od sprovođenja koje se odvija na EU nivou. Pod sprovođenjem se podrazumeva monitoring sprovođenja FSAP-ovih mera u zemljama članicama od strane Evropske komisije, kako bi se novi propisi primenjivali na konzistentan način u svim zemljama. Međutim, pored Komisije i sami tržišni učesnici (pojedinci ili kompanije) mogu pred Evropskim sudom pravde pokrenuti postupak protiv pojedinih zemalja članica ukoliko smatraju da se novi propisi ne primenjuju u celini ili delimično, što se može podvesti pod monitoring sprovođenja mera koji se realizuje u procesu sprovođenja.

2. Implikacije finansijske integracije na upravljanje finansijskim institucijama

Do kraja 1980-ih godina u upravljanju evropskim bankama dominirala je nacionalna dimenzija. Prema njoj, granice tržišta su se poklapale sa državnim granicama. U takvim okolnostima nacionalni bankarski sistemi su evoluirali svaki na sebi svojstven način. Zato je u literaturi prisutna tipologija bankarskih sistema prema nacionalnom kriterijumu¹¹².

2.1. Bankarski sektor u Nemačkoj

Kao najreprezentativniji primer dobro sazdanog modela bankarskog sistema u Evropi navodi se slučaj Nemačke¹¹³. Reputacija koju uživa njen finansijski sistem je rezultat njegove izvanredne stabilnosti, koja se, ne bez razloga, dovodi u vezu sa stabilnošću i ugledom koje je u nizu decenija uživala nemačka nacionalna valuta - marka. U Nemačkoj su bankarski poslovi organizovani na principu univerzalnog bankarstva, prema kome su banke kvalifikovane za pružanje kompletnog asortimana finansijskih usluga. U zemljama poput SAD-a ili Velike Britanije, banke su tradicionalno bile usmerene na pružanje manjeg broja usluga, a poslovi povezani sa finansijskim tržištem u užem smislu su bili rezervisani za posebne formate finansijskih institucija koji su u svom nazivu sadržali odrednicu banka (*investment bank/merchant bank*).

Tabela 6: Institucionalna struktura bankarskog sektora u Nemačkoj

1. Privatne komercijalne banke	2. Državne kreditne institucije	3. Kreditne zadruge	4. Specijalne kreditne institucije
Velike banke	Banke federalnih jedinica	Regionalne zadruge	Hipotekarne banke
Regionalne banke	Štedionice	Ostale kreditne zadruge	Stambeno-kreditne zadruge
Filijale stranih banaka			Banke sa specijalnom funkcijom

Izvor: Bundesbank

¹¹² Howells i Bain (2008), Heffernan (2005) i McDonald i Keasey (2002).

¹¹³ Sveobuhvatan pregled osnovnih obeležja i specifičnosti nemačkog finansijskog sistema može se pronaći u Krahen i Schmidt (2004).

Prema klasifikaciji nemačke centralne banke (*Bundesbank*) i Savezne uprave za finansijsku superviziju (*BaFin*) bankarske organizacije se mogu razvrstati na 10 kategorija koje se organizuju u četiri grupe.

Nemački bankarski sistem počiva, u institucionalnom smislu, na tri noseća stuba: privatne komercijalne banke, štedionice i kreditne zadruge. Prvi stub obuhvata oko jedne trećine ukupne aktive bankarskog sektora i oko 10% ukupnog broja banaka. Podgrupa velikih banaka se danas sastoji od svega četiri banke¹¹⁴: a.) Deutsche Bank, b.) Commerzbank, c.) HypoVereinsbank¹¹⁵ i d.) Deutsche Postbank. Njihovo poslovanje je uglavnom usmereno prema korporativnim klijentima i finansiranju spoljne trgovine, dok je poslovanje sa građanima, iako prisutno, za njih bilo od relativno manje važnosti, s tim što se u skorije vreme pridaje veća pažnja ovom segmentu poslovanja. Pored njih, značajan uticaj u svojim sredinama imaju regionalne banke, dok strane banke imaju skroman uticaj, a najveći broj njih se nalazi u Frankfurtu. Epitet regionalnih banaka ne odražava potpuno geografsku prisutnost ovih banaka, jer iako je njihova mreža filijala koncentrisana u njihovim matičnim regionima, ona je rasprostranjena širom države, a u nekim slučajevima i u inostranstvu.

Drugi stub čine kreditne institucije koje se nalaze u državnom vlasništvu. Štedionice (*Sparkassen*) se nalaze isključivo u vlasništvu lokalnih samouprava, dok se banke federalnih jedinica nalaze u zajedničkom vlasništvu federalnih jedinica, lokalnih samouprava i štedionica. Po svojoj veličini ovaj stub je važan jednako kao i prvi stub, a broji oko 450 institucija. Istorijski gledano, štedionice su osnivane sa ciljem bezuslovnog obezbeđenja bankarskih usluga svim građanima, pa je čak i propisima koji regulišu

¹¹⁴ Tradicionalno se grupa velikih banaka, kolokvijalno nazvana "velika četvorka" krajem 1990-ih, sastojala od tri banke koje datiraju iz 1870-ih godina, perioda u kome je formirana jedinstvena nemačka država. Tako su 1870. god. osnovane Deutsche Bank i Commerzbank, a 1872. god. Dresdner Bank. Ove tri banke su se izdvojile i postale dominantne nakon velike bankarske krize iz 1931. i 1932. god. Četvrti član je 1998. god, nakon spajanja dve velike bavarske banke, postala Bayerische Hypo- and Vereinsbank (HVB). Njima se naknadno, iz statističkih razloga pridodala Poštanska banka (Deutsche Postbank), čime je broj ovih banaka povećan na pet. U 2009. god. je Dresdner Bank-u, koja je bila standardni član "velike četvorke", preuzela Commerzbank, čime je broj ovih banaka opet sveden na četiri.

¹¹⁵ Danas deo Unicredit bankarske grupe.

njihovo poslovanje predviđeno da one ne mogu odbiti otvaranje tekućeg računa građanima, čime su postavljene u kontekst ostvarenja širih društvenih ciljeva. One su regionalno ograničene u svom poslovanju, tako da region koji opslužuje jedna štedionica neće opsluživati i neka druga štedionica, čime je sprečena situacija da one jedna drugoj budu direktni konkurenti.

Javni karakter štedionica se reflektuje u njihovom ukupnom poslovanju. Sa jedne strane, među izvorima sredstava dominiraju depoziti građana i male privrede, a sa druge strane među plasmanima se ističu oni kojima se finansira izgradnja lokalne infrastrukture i poslovanje malih i srednjih preduzeća. On se manifestuje i kroz raširenu i mnogobrojnu mrežu filijala čiji je cilj dopiranje do svih građana i privrednih subjekata, bez obzira na njihovu lokaciju. Broj filijala je u 2012. god. iznosio blizu 14 000¹¹⁶. McDonald i Keasey (2002) navode da je oko 75% svih malih i srednjih preduzeća za svoju glavnu banku (*hausbank*) biralo štedionicu, a da su one odobravale gotovo polovinu iznosa ukupno odobrenih kredita ovoj vrsti preduzeća. Kod preduzetnika koji se bave proizvodnim zanatstvom¹¹⁷ taj procenat je bio još veći i prelazio je 65%. Između ostalog, nije zanemarljiva ni uloga štedionica u sufinansiranju početnika u biznisu. Zbog svog karaktera, štedionice su uživale poseban status u bankarskom sistemu, koji se odražavao kroz garanciju federalnih jedinica i lokalnih samouprava njihove solventnosti i depozitnih i ostalih obaveza¹¹⁸, čime je njihov stečaj bio *de facto* onemogućen. Zbog ove veštačke konkurentske prednosti privatne komercijalne banke su 1998. god. pokrenule spor u kojem su zahtevale ukidanje ovih garancija. Spor je okončan 2002. god. kada je širi krug zainteresovanih učesnika, među kojima je bila i Evropska komisija, stigao do

¹¹⁶ Bundesbank (2012).

¹¹⁷ Ova privredna aktivnost je uglavnom skoncentrisana u ruralnijim područjima.

¹¹⁸ Postojale su dve vrste državnih garancija: a.) *Gewährträgerhaftung* i b.) *Anstaltslast*. Prva datira iz 1931. god. i odnosi se na dužnost nametnutu zakonom organima javne vlasti, po kojoj su odgovorni za sve obaveze prema kreditorima kreditne institucije koju su osnovali ili kojom upravljaju. U određenom smislu, ovde se radi o apsolutizaciji instituta "osiguranja depozita". Druga datira iz 1983. god. i njome se predviđa dužnost osnivača i upravljača državne kreditne institucije, tj. organa javne vlasti, da obezbedi njeno nesmetano funkcionisanje u svim dimenzijama. U osnovi, fokalnu tačku ove garancije determinišu dve radnje: a.) obezbeđenje likvidnosti i b.) injekcija kapitala. U realnosti, druga vrsta garancije je bila od većeg praktičnog značaja jer je podrazumevala vršenje radnji kojima se predupređuje bankrotstvo kreditne institucije, dok je prva delovala više kao pozadinska podrška drugoj vrsti garancije. Sveukupno, uvođenje garancija se opravdavallo stavom po kojem su državne kreditne institucije u bezizglednoj poziciji u odnosu na privatne kreditne institucije, što je posebno počelo da dolazi do izražaja sa rastom ovih drugih, i da bi nepostojanje garancija ugrozilo njihov kredibilitet kod klijenata koji bi migrirali kod privatnih institucija.

kompromisnog rešenja kojim se ove garancije ukidaju, pri čemu ostaju na snazi za sve tekuće depozitne obaveze u trenutku postizanja sporazuma do roka njihovog dospeća. Pored toga, nije bilo predviđeno momentalno ukidanje već fazno povlačenje garancija na depozitne obaveze zaključno sa 2015. god.

Banke federalnih jedinica (*Landesbanken*) su se prirodno uklopile u mehanizam funkcionisanja štedionica. One su primarno bile orijentisane na pružanje usluga i operativne podrške štedionicama. Zahvaljujući saradnji sa njima, štedionice su mogle da ponude puni asortiman finansijskih usluga malim i srednjim preduzećima, koje su saobrazne različitim fazama razvoja preduzeća - od započinjanja poslovanja, preko ekspanzije poslovanja do kupovine drugih preduzeća i izlaska na berzu. Usluge koje su im pružane obuhvataju: a.) kliring plaćanja, b.) upravljanje likvidnošću (viškovima rezervi), c.) marketing, d.) pristup tržištu kapitala i pomoć u obavljanju poslova na njemu (kako za štedionice pojedinačno tako i za njihove klijente) i e.) pristup stranim tržištima i izvorima finansiranja velikog obima (kojima se nadoknađuje ograničen finansijski potencijal štedionica za kreditiranjem klijenata). Ove banke su u početku funkcionisale kao klirinške kuće federalnih jedinica koje su ih osnivale. Paralelno sa pružanjem usluga štedionicama, one su se afirmisale kao glavne banke (*main bank*) federalnih jedinica, čije poslovanje je bilo orijentisano ka promovisanju lokalnog ekonomskog razvoja. Danas funkcionišu deset banaka ove vrste, ali se priroda njihovog funkcionisanja izmenila u skladu sa zahtevima vremena, tako da su usluge koje su pružane štedionicama izgubile na značaju, pa se njihov status danas može poistovetiti sa statusom privatnih komercijalnih banaka kojima direktno konkurišu na međunarodnoj razini¹¹⁹.

Sve pogodnosti koje su uživale štedionice, u smislu državnih garancija, uživale su i banke federalnih jedinica. Zapravo, oštrica nezadovoljstva privatnih banaka, usmerena prema dotičnim garancijama, je bila motivisana privilegovanim položajem banaka federalnih jedinica. Prilikom nastupanja na tržištu kapitala i pribavljanja izvora finansiranja ove banke su od strane rejting agencija ocenjivane rejtingom koji one dodeljuju nemačkoj

¹¹⁹ Po razgranatosti svoje poslovne aktivnosti i opsega usluga koje pruža posebno se ističe banka federalnih jedinica WestLB koja se izdvojila ne samo kao uticajna banka u granicama Nemačke, već i na evropskoj i međunarodnoj razini. Natprosečan rast ova banka je počela da beleži u 1990-im.

državi, a to je AAA rejting. Privatne komercijalne banke poseduju, sa izuzetkom nekih od njih, niži rejting zbog čega su prinuđene da plaćaju više kamatne stope na pribavljeni kapital. Poreg toga, prilikom emisije njihovih hartija od njih se ponekad očekuje prilaganje određenih sredstava obezbeđenja, što se ne dešava kod banaka federalnih jedinica kojima je dovoljna navedena državna garancija. Prednost koju su potonje banke ostvarivale na troškovima finansiranja se dalje u kauzalno-posledičnom lancu prenosila na oblast plasmana sredstava. Zbog vlasničke, i konceptualne u generalnom smislu, sprege sa organima javne vlasti banke federalnih jedinica, kao i štedionice, su lakše zaključivale kreditne poslove sa svojim vlasnicima i nudile im veoma povoljne kredite čime su iz ovog segmenta kreditiranja gotovo u potpunosti istisnule privatne banke, kako domaće tako i inostrane.

Ipak, nakon početnog uspeha u novim poslovnim područjima, finansijska kriza je iznela na videlo puni efekat i sveobuhvatan uspeh banaka federalnih jedinica u međunarodnim poslovima i proisteklim ulaganjima. Hüfner (2010) navodi da su ove banke sa 20% učestvovala u ulaganjima nemačkih banaka u strukturirane (finansijskim inženjeringom proizvedene) finansijske aktive poreklom iz SAD-a, dok je njihovo učešće u ukupnim gubicima, izazvanim otpisima potraživanja po osnovu dotičnih aktiva, iznosilo oko 33%. Tako se na nezadovoljstvo privatnih banaka koje su se nalazile u inferiornoj poziciji u odnosu na, pravnim propisima, privilegovane banke federalnih jedinica nadovezalo javno nezadovoljstvo zbog pokrića njihovih iznadprosečnih gubitaka. Srž nezavidne situacije u kojoj su se našle ove banke je primarno posledica trendova u bankarstvu i novih tehnologija koje su stari poslovni model na kojem su one decenijama funkcionisale načinile prevaziđenim. Suočene sa gubitkom osnovnih izvora prihoda iz poslova sa štedionicama i organima javne vlasti¹²⁰, i sa skućenim mogućnostima za ekspanziju na domaćem tržištu, na kojem na za njih interesantnom delu su prvenstvo imale i održale štedionice, one nisu imale mnogo izbora do da ekspandiraju u smeru pružanja finansijskih usluga velikog obima i međunarodnog finansijskog tržišta. Kako ove aktivnosti nisu imale previše dodirnih tačaka sa jezgrom njihove kompetencije, proisteklom iz prethodnog poslovnog modela, i uz menadžment skromnijih sposobnosti u odnosu na

¹²⁰ Misli se na organe teritorijalnih autonomija - federalne jedinice i lokalnih samouprava - opštine.

onaj u privatnim bankama, izledi za uspešnost i dugoročnu održivost novog poslovnog modela od starta nisu bili previše veliki. Kao primer manjka kvaliteta menadžmenta može se navesti kretanje stoka američkih toksičnih aktiva, koji se sa prvim nagoveštajem dublje krize sredinom 2007. god. počeo smanjivati kod nemačkih privatnih banaka, dok je on kod banaka federalnih jedinica nastavio da raste sve do prvog kvartala 2008. god. Loša procena ili niska responzivnost na novonastale okolnosti su svakako obeležja lošeg menadžmenta u bankama, a koje se naziru u navedenom primeru. Hüfner (2010) rešenje za banke federalnih jedinica vidi u njihovoj vlasničkoj transformaciji i promeni pravne forme (u otvoreno akcionarsko društvo) i konsolidaciji. Prvom merom se nastoji podići kvalitet korporativnog upravljanja, a drugom reafirmisati njihova tradicionalna uloga banaka štedionica, s tim da bi broj banaka bio sveden na ekonomski održiv nivo.

Najveći broj banaka u Nemačkoj pripada trećem stubu - kreditnim zadrugama (*Kreditgenossenschaften*). Iako preko 60% svih banaka čine kreditne zadruge, mereno učešćem u ukupnoj bilansnoj sumi bankarskog sektora one su zastupljene sa skromnih 11%. One se osnivaju na temelju načela uzajamne pomoći. Njihovi osnivači su zadrugari, odnosno poslovno sposobna fizička lica koja se samostalno bave određenom identičnom delatnošću. Zato se kreditne zadruge vezuju za profesije¹²¹ i zanate, odnosno njihova udruženja (komore/esnafa) koja su rukovodila osnivanjem zadruga. Shodno svom nastanku i načelu na kojem počivaju, one primaju depozite od strane subjekata koji se bave određenom profesijom/zanatom i odobravaju kredite istim tim subjektima sa ciljem unapređivanja i zaštite njihovog poslovnog interesa¹²². Zbog specifičnog cilja svog postojanja, zadruge se ne svrstavaju u organizacije čiji je isključivi cilj maksimizacija profita, premda se od njih očekuje da ga ostvaruju jer se na bazi njega vrše isplate dividendi zadrugarima¹²³. Karakteristično je da svaki zadrugar unosi zadrugni ulog prilikom osnivanja kreditne zadruge, ali da bez obzira na visinu uloga svaki zadrugar stiče pravo na jedan glas na skupštini koja je najviši organ zadruge.

¹²¹ Možemo navesti npr. kreditnu zadrugu Apotheker und Ärztebank, kao zadrugu apotekara i lekara.

¹²² Od 1974. god. dozvoljeno je odobravanje kredita i drugim licima koja nemaju status zadrugara.

¹²³ Način uvećanja kapitala kreditne zadruge deluje kao smetnja njenom daljem razvoju. Za razliku od drugih akcionarskih društava koja mogu uvećati kapital javnom emisijom akcija, kreditne zadruge to mogu da učine samo kroz zadržanu dobit i dodatne uloge svojih članova.

Zbog specifične društvene misije, ovaj stub se dovodi u vezu sa drugim stubom. Skupa oni predstavljaju deo bankarskog sektora koji ne funkcioniše na striktnim profitnim principima (*profit-maximising entities*), a zastupljen je sa 82% u ukupnom broju banaka i sa 44% u ukupnoj bilansnoj sumi sektora. Po ugledu na banke federalnih jedinica i njihovu ulogu za štedionice, postoje dve regionalne zadruge koje pružaju neophodne usluge individualnim kreditnim zadrugama. Zahvaljujući njima, individualne zadruge pružaju puni spektar finansijskih usluga svojim klijentima, što samostalno ne bi bile u stanju. Do današnjih dana, kreditne zadruge predstavljaju najfragmentisaniji i najkonzervativniji deo ukupnog nemačkog bankarskog sistema.

Pored pomenuta tri stuba, kao četvrti sastavni deo nemačkog bankarskog sistema pojavljuju se specijalne kreditne institucije. Među njima se izdvajaju hipotekarne banke (*Hypothekenbanken*) i stambeno-kreditne zadruge (*Bausparkassen*). Zajednička funkcija obe institucije je da podrže građevinsku delatnost kroz kreditiranje kupovine i izgradnje nekretnina. Sektor hipotekarnih banaka je visoko dorastao ovoj funkciji, obzirom da one čine 11% ukupne bilansne sume bankarskog sektora. Ove banke su privatnog karaktera, a njihovi vlasnici su velike privatne banke. Među njihovim izvorima finansiranja, pored tradicionalnih depozita građana koji čine oko 15% ukupnih obaveza, posebno se izdvajaju hipotekarne obveznice (*Pfandbriefe*)¹²⁴ koje čine blizu 2/3 ukupne pasive. Struktura ukupne aktive dosledno prati strukturu obaveza, tako da hipotekarni krediti imaju udeo u njoj od oko 60%. Sa druge strane, oko 20% čine depoziti u drugim bankama, zbog čega hipotekarne banke imaju status neto kreditora na međubankarskom tržištu¹²⁵.

¹²⁴ Tržište ovih obveznica je krajem prošlog veka doživelo veliki uspon, posmatrano kroz obim emitovanih obveznica. Kuriozitet ovih obveznica je da tokom XX veka nije zabeležen nijedan otkaz servisiranja obaveza, odnosno realizacija kreditnog rizika, po osnovu njih. Ovo je prvenstveno posledica strogih zakona i podzakonskih akata kojima se propisuju svi uslovi i kriterijumi za njihovu emisiju, npr. hipotekarni kredit se kvalifikuje za uključivanje u pul kredita na podlozi kojih se emituju hipotekarne obveznice samo ako njegov nominalni iznos ne prelazi 60% vrednosti nekretnine, pri čemu je njena vrednost konzervativno procenjena. Od 1995. god. počele su se pojavljivati emisije čija je nominalna vrednost prevazilazila 500 miliona evra (*Jumbo-Pfandbriefe*), zbog čega je tržište nemačkih hipotekarnih obveznica postalo najkrupniji deo evropskog tržišta obveznica u 2000-im.

¹²⁵ Iznos sredstava deponovanih u drugim bankama prelazi iznos sredstava koje su druge banke deponovale kod hipotekarnih banaka.

Za razliku od hipotekarnih banaka stambeno-kreditne zadruge su ili u državnom vlasništvu, ili u vlasništvu svojih zadrugara. One čine svega 2% ukupne bilansne sume sektora, ali su za građane važnije nego što to ukazuje njihovo ukupno učešće. Oko 12% svih štednih i oročenih depozita građana je položeno u njima, a isto toliko stambenih kredita građani su uzeli od ovih zadruga. Ove zadruge funkcionišu na specifičan način. Da bi mu bio odobren kredit, klijent prvo prolazi kroz fazu štednje u kojoj uplaćuje fiksne mesečne iznose na štedni račun. U trenutku kada uplaćeni iznosi u zbiru pređu određenu vrednost, uobičajeno je to 40% ukupnog ugovorenog iznosa po štednom planu, klijent stiče pravo na korišćenje hipotekarnog kredita.

Konačno, rezidualni deo nemačkog bankarskog sistema čine banke sa specijalnom funkcijom. Među njima se izdvajaju banke specijalizovane za potrošačke kredite, koje se nalaze u vlasništvu velikih privatnih banaka, kao uostalom i hipotekarne banke. Pored toga što svojim klijentima omogućavaju korišćenje prekoračenja po računu i drugih obika potrošačkog kreditiranja, one uslovljavaju klijente vođenjem tekućeg računa na koji im se uplaćuje osnovni dohodak. U ovu grupu spadaju i određene institucije koje bi se, obzirom na svoju misiju, mogle klasifikovati kao razvojne banke. To su Industriekreditbank i KfW (*Kreditanstalt für Wiederaufbau*). Prva je u privatnom vlasništvu, ali je podržana od nemačke vlade, i usmerena na podršku malim i srednjim preduzećima. KfW je u državnom vlasništvu, a njena misija je finansiranje proizvodnje za izvoz i inostranih kupaca, kao i promovisanje različitih oblika finansijske saradnje između privrednih subjekata iz zemalja u razvoju i nemačkih privrednih subjekata. Ova heterogena grupa čini oko 11% ukupne bilansne sume sektora.

Krahnen i Schmidt (2004) svode osnovne karakteristike nemačkog bankarskog sistema u pet tačaka:

1. univerzalne banke kontinuelno dominiraju u sistemu - pri čemu se radi o univerzalnim bankama u izvornom smislu jer nije reč o finansijskom konglomeratu sastavljenom od pravno nezavisnih korporacija koje su pod kontrolom jedne centralne

korporacije, već o jedinstvenoj bankarskoj organizaciji sastavljenoj od mnogo divizija koje se bave specifičnim aktivnostima,

2. većina banaka nije striktno podvrgnuta principu maksimizacija profita - takođe većina banaka deklarativno nudi puni asortiman bankarskih usluga, ali u stvarnosti - sa izuzetkom tzv. velikih banaka, one su usmerene na klasične depozitno-kreditne poslove malog obima. Iz toga proizlazi da ne samo urbana, već i ruralna populacija uživa veoma dobar pristup bankarskim uslugama,
3. konkurencija je izraženija između različitih grupa banaka nego unutar samih grupa¹²⁶,
4. premoć banaka, kao primarnih finansijskih institucija, se odražava, između ostalog, u učešću bilanse sume bankarskog sektora u BDP-u, koje je u poređenju sa drugim razvijenim zemljama visoko, a istovremeno i znatno više od korespondirajućeg učešća kapitalizacije nemačkog tržišta akcija,
5. u smislu kvantitativnih merila, četiri najveće nemačke banke nisu bitne onoliko koliko četiri najveće banke u nekim drugim zemljama. Ipak, ako bi se posmatrao njihov ukupan uticaj koji vrše i pozicija u sistemu¹²⁷, pored kvantitativnih merila njihove kreditne i depozitne aktivnosti, prethodna ocena bi se morala revidirati.

Iz sažetog prikaza nemačkog bankarskog sistema proizlazi utisak o njegovoj jedinstvenosti, ne samo u evropskim već i u svetskim razmerama. Određeni trendovi promena se naziru od početka 1990-ih. Oni se manifestuju kroz promenu strukture finansijske imovine u posedu građana, u kojoj raste udeo potraživanja od nebankarskih

¹²⁶ Interesantan je podatak o saradnji banaka "velike četvorke". Budući da sa svojom mrežom filijala teško mogu da pariraju drugom i trećem stubu bankarskog sistema, one su postigle sporazum o uzajamnom korišćenju bankomata, po kome podizanje gotovine od strane klijenta neke od četiri navedene banke na bankomatu neke od preostale tri banke ne podleže nikakvim troškovima. Ovim sporazumom banke su nastojale razrešiti neudobnost zadovoljavanja najfrekventnije potrebe svojih klijenata, koja ih navodi na posetu filijali, na način da svaka banka zadrži autonomiju svojih poslovnih prostorija, a što ne bi bilo moguće bez korišćenja novih tehnologija.

¹²⁷ Ovo se manifestuje npr. kroz njihovo vlasništvo nad hipotekarnim banakama (npr. Deutsche Bank - Eurohypo i Commerzbank - Rheinhyp) i stambeno-kreditnim zadrugama. Nadalje, nacionalna bankarska statistika koju vodi Bundesbanka, i na osnovu koje je utvrđen udeo ovih banaka u ukupnoj bilansnoj sumi sektora, pokriva samo stanje imovine i obaveza banaka matica koje su locirane u Nemačkoj. Sa druge strane, podaci koje koristi nemačko Udruženje banaka se zasnivaju na konsolidovanim finansijskim izveštajima banaka, koji zapravo prikazuju veličinu cele finansijske grupe koju čine banka matica i sve zavisne finansijske institucije, kako u zemlji tako i u inostranstvu.

finansijskih institucija kao što su penzioni fondovi i osiguravajuća društva¹²⁸. Suveren položaj koji su imale štedionice i kreditne zadruge, u smislu visoke stabilne baze depozita (*core deposits*) se tako erodira, sa pratećim negativnim efektima na uslove kreditiranja njihovih klijenata¹²⁹ zbog čega se može očekivati preotimanje dela njihovog tržišnog učešća od strane privatnih banaka, koje dolaze u ravnopravni položaj. Ipak, ovaj rast učešća privatnih banaka ne može biti brz i lak, jer su dugi niz godina štedionice i kreditne zadruge etablirale svoj položaj i gradile dugoročne odnose sa svojim klijentima. Promene na strani regulative, koje se tiču prvenstveno štedionica, dodatno ubrzavaju realizaciju takvog epiloga.

Ono što se neće promeniti u skorije vreme jeste obrazac finansiranja preduzeća¹³⁰, koja će nastaviti da se orijentišu na bankarske kredite u odnosu na alternativne izvore finansiranja. Ovo će dati osnova očuvanju karaktera nemačkog finansijskog sistema i dugoročnoj održivosti bankarske delatnosti. Ipak, iz ovoga ne proističe da će sve banke biti u stanju da se održe. Konsolidacija u nemačkom bankarskom sektoru traje duži niz decenija, a najizraženija je u njegovom najbrojnijem stubu - kreditnim zadrugama. Početkom 1970-ih je broj banaka prelazio 12 000¹³¹, da bi početkom 2000-ih pao na

¹²⁸ Za obračun ovih varijabli koriste se statistike nacionalnih računa, obrazovane na konceptu po kojem se nacionalna ekonomija posmatra kao skup sektora čija interakcija se izražava preko razmene dobara, usluga i finansijskih sredstava između njih. Kada se radi o kretanju finansijskih sredstava, onda se prati nivo finansijskih potraživanja određenog sektora prema drugim sektorima, odnosno nivo finansijskih obaveza određenog sektora prema drugim sektorima. Udeo finansijskih potraživanja od banaka u ukupnim finansijskim potraživanjima građana je opao sa preko 60% početkom 1980-ih na ispod 40% početkom 2000-ih. Ovaj pad je kontrabalansiran rastom udela finansijskih potraživanja od nebankarskih finansijskih institucija. Ove institucije su tako postale posrednik između građana i banaka, jer su značajan deo prikupljenih sredstava od građana usmerile u finansijska potraživanja od banaka (depozite, obveznice, instrumente tržišta novca). Ovo je proizvelo pritisak na bankarske profite, jer su troškovi finansiranja porasli.

¹²⁹ Jedna od teza za osetno povoljnije uslove kreditiranja malih i srednjih privrednih subjekata, od strane drugog i trećeg stuba nemačkog bankarskog sistema u odnosu na prvi stub, je odsustvo sofisticiranih sistema upravljanja rizicima i internog rejtingovanja kreditnih plasmana zbog čega njihove aktivne kamatne stope nisu u punoj meri odražavale kreditni rizik plasmana. Drugim rečima, kreditni rizik je bio sistematski potcenjen.

¹³⁰ Krahnert i Schmidt (2004) navode da je udeo finansijskih obaveza sektora nefinansijskih preduzeća prema bankama u Nemačkoj izuzetno stabilan i na nivou od 60%, dok je u SAD on svega 10%. Agregatni udeo ipak prikriva distinkciju koja postoji u ovom udelu između preduzeća različite veličine. Opšte pravilo je da što su ukupni godišnji prihodi preduzeća manji, to se ono više oslanja na bankarske kredite i obrnuto. Kao prelomna tačka na kojoj se preduzeće intenzivnije okreću ka drugim izvorima finansiranja navodi se godišnji prihod veći od 50 miliona evra.

¹³¹ Najveći talas konsolidacije je izvršen 1970-ih, kada se broj banaka smanjio sa 12 000 na 5000.

ispod 3000¹³², a u 2010. god. se spustio na ispod 2000. Proces konsolidacije ispoljava jedno važno obeležje - spajanje i pripajanje istorodnih banaka. Po ovom obeležju, jednu kreditnu zadrugu preuzima druga, kao što jednu privatnu banku preuzima druga privatna banka. Kao motivacija za najveći broj spajanja i pripajanja, koja se najviše tiču grupe kreditnih zadruga, navode se želja za eksploatacijom ekonomije obima, bolja diversifikacija kreditnog portfolija i spasavanje posrnutih banaka. Tako se ni u procesima konsolidacije ne prelaze čvrste linije razgraničenja između različitih tipova banaka. U procesima spajanja i pripajanja u formalno inferiornom položaju su bile privatne banke, jer im nije bilo dozvoljeno da preuzimaju državne banke, dok obrnuta relacija nije bila zabranjena. Preuzimanje kreditnih zadruga od bilo koje banke koja ne pripada ovom stubu je otežano činjenicom da svaki zadrugar ima jedan glas na skupštini i da su njihove preferencije, generalno gledano, snažno okrenute prema subjektima iz njihovog stuba.

Ipak, ukidanje državnih garancija štedionicama otvara i pitanje njihove vlasničke strukture i moguće privatizacije u budućnosti u kojoj bi zapaženu ulogu mogle imati privatne banke, koje bi tako konačno ostvarile prodor na većma zatvoreno tržište bankarskih usluga malog obima. Zbog specifične strukture nemačkog bankarskog sistema udeo stranih banaka u sistemu, bilo putem filijala ili supsidijara, je minoran. Tako su prekogranična spajanja i pripajanja, na koja se blagonaklono gleda sa stanovišta procesa finansijske integracije, u kojima je banka-meta nemačka kreditna institucija svedena na srazmerno retke slučajeve. Ovo je u suštoj suprotnosti u odnosu na obeležja bankarskih sistema centralno i istočno evropskih zemalja. Ukupno gledano, nemački bankarski sektor se, u evropskim razmerama, najmanje reformisao i transformisao, a u isto vreme i zadržao svoju stabilnost čime nije dao povoda za sprovođenje dubljih strukturnih promena. Prema izvršenoj specijalizaciji tri stuba bankarskog sektora, drugi i treći nastavljaju uspešno da opslužuju finansijske potrebe građana i male i srednje privrede, dok prvi stub ostaje posvećen velikim korporacijama, većim klijentima iz grupe srednjih preduzeća, imućnim pojedincima i institucijama kojima pruža usluge iz polja klasičnog komercijalnog bankarstva i tržišta hartija od vrednosti.

¹³² Samo u periodu 1995-2000. god. prosečno je godišnje beleženo blizu 200 spajanja i pripajanja.

2.2. Bankarski sektor u Francuskoj

Francuski bankarski sistem se dugi niz decenija razvijao pod snažnim uticajem države¹³³. Ovo je podrazumevalo, sa jedne strane široko rasprostranjeno državno vlasništvo u bankarskom sektoru, a sa druge strane visok nivo regulacije koji je sputavao slobodu i autonomiju u ponašanju banaka. Iz ugla bankarskog sektora u celini, pozitivna strana visoke regulacije je bila potpuna kontrola nad finansijskim sistemom, u kojem je suzbijena pretnja od razvoja finansijskog tržišta¹³⁴, i tokovima finansijskih resursa. Sa stavljanjem van snage ovih regulacija 1985. god. dolazi do bitnih promena koje su obeležene jačanjem relativne važnosti finansijskih tržišta i padom značaja bankarskog sektora. Prelomna godina za bankarsku delatnost bila je 1984. god. u kojoj je donesen novi Zakon o bankama koji je uzdrmao dotadašnji bankarski poredak utemeljen na specijalizaciji kreditnih institucija. Ona je izvršena, jednim delom, prema kriterijumu ročnosti transakcija koje su smele da zaključuju kreditne institucije, tzv. depozitne banke su smele da zaključuju samo kratkoročne poslove, a investicione banke srednjoročne i dugoročne poslove¹³⁵; a uz rigorozan sistem kontrole alokacije kredita koji je doveo do toga da su skoro polovinu novoodobrenih kredita tokom 1970-ih činili subvencionisani krediti.

Tabela 7: Institucionalna struktura bankarskog sektora u Francuskoj

1. Banke članice francuskog Udruženja banaka	2. Kreditne zadruge	3. Štedionice	4. Municipalne kreditne banke
BNP-Paribas	Groupe Crédit Agricole	Caisse d'épargne et de prévoyance des Alpes	Caisse de crédit municipal d'Avignon
Société Générale	Crédit Mutuel	Caisse d'épargne et de prévoyance d'Alsace	Caisse de crédit municipal de Bordeaux
itd.	itd.	itd.	itd.

¹³³ Kratak pregled istorije bankarstva u Francuskoj je dat u Plessis (2003)

¹³⁴ Pre 1985. god. na tržištu novca u Francuskoj su učestvovalе isključivo banke, pa se umesto tržišta novca u širem smislu, na kome se promeću instrumenti koje emituju različiti subjekti kao što su nefinansijske kompanije, moglo govoriti samo o tržištu novca u užem smislu - međubankarskom tržištu. Razlog za malu širinu tržišta bila je eksplicitna zabrana kompanijama iz realnog sektora da emituju kratkoročne hartije od vrednost.

¹³⁵ Pojmovi depozitnih i investicionih banaka, ovaj potonji pojam nema svoje savremeno značenje, su bili definisani tada važećim Zakonom o bankama i oni nisu bili formalno inkorporirani u sam naziv banaka. Depozitne banke su prikupljale depozite građana i privrede sa rokom dospeća do dve godine i odobravalе kratkoročne kredite. Osobenost investicionih banaka je što su bile izbegle nacionalizaciju.

Na sličan način kao što je to učinjeno sa kreditnim institucijama u Nemačkoj, a po veoma bliskoj tipologiji, i banke u Francuskoj se mogu klasifikovati u nekoliko tipova shodno svom istorijskom poreklu i odlikama savremenog poslovanja.

Prva grupa banaka broji oko 400 članova i ove banke bi se po opsegu svojih proizvoda i aktivnosti mogle svrstati u prave univerzalne banke. Karakter vlasništva u najvećim bankama iz ove grupe se smenjivao, od privatnog vlasništva preko nacionalizacije i povratka na privatno vlasništvo kroz privatizaciju početkom 1990-ih¹³⁶. Uticaj države na poslovanje banaka time ipak nije iščezao. On se delimično realizovao preko zadržanog manjinskog udela u privatizovanim bankama, a delimično se ostvarivao preko politike "moralnog uveravanja" koju su zajednički sprovodile Centralna banka Francuske i Ministarstvo finansija. Tri najveće francuske banke u posleratnom periodu su bile Crédit Lyonnais, Société Générale i Banque Nationale de Paris (BNP)¹³⁷ i sve su pripadale ovoj grupi banaka.

Druga grupa banaka obuhvata banke sa prilično standardizovanom strukturom i funkcijama. Poput kreditnih zadruga u Nemačkoj one se nalaze u vlasništvu svojih zadrugara/članova koji su ujedno i njihovi deponenti. Počele su da se pojavljuju u XIX veku sa svrhom omogućavanja kreditiranja građana sa skromnijim dohotkom koje povezuje neki zajednički interes¹³⁸ i koji nisu bili poželjni klijenti kod komercijalnih banaka, jer su one zahtevale određeni minimalni položeni iznos prilikom otvaranja računa koji bi im u startu garantovao profitabilan odnos sa klijentom. Zbog svoje misije mogu se svrstati u kreditne institucije kojima isključivi cilj poslovanja nije profit, već npr. odobravanje povoljnih kredita svojim članovima. Pojedinačne zadruge su međusobno povezane u veće grupe kreditnih zadruga, pod čijim okriljem funkcionišu, zbog čega se

¹³⁶ Prema ECB (2002) u periodu 1986-1988. god. izvršene su 73 privatizacije banaka, a u periodu 1993-1994. god. još 14 privatizacija. Tako je udeo banaka u državnom vlasništvu drastično pao.

¹³⁷ U 1999. god. BNP je neočekivano dala ponudu za preuzimanje dve banke: Société Générale i Banque Paribas; u trenutku kada je već bilo izdato oficijelno odobrenje za spajanje dve dotične banke. Ponuda za preuzimanje prve banke je prošla neuspešno, ali je ponuda za preuzimanje druge banke bila uspešna i načinila presedan u dotadašnjim procesima spajanja banaka u Francuskoj koji su se zasnivali na prijateljskim ponudama za preuzimanje.

¹³⁸ Najčešće se radi o pripadnosti određenim zanatima i profesijama.

pojavljuje višeslojna struktura. Izdvajaju se dve dominantne grupe: Crédit Agricole i Crédit Mutuel, kojima se po značaju može pridružiti i treća - Banques Populaire.

U bazi njihove poslovne strukture se nalazi mnoštvo lokalnih filijala koje pripadaju jednako velikom broju kreditnih zadruga od kojih svaka ima status autonomne i pravno nezavisne kreditne institucije. Dotične zadruge formiraju regionalna udruženja (banke), čiji su većinski vlasnici, koja pružaju određene usluge pojedinačnim zadrugama, kao što su kliring, agregiranje raspoloživog potencijala za dalje plasiranje i odobravanje kredita pojedinačnim zadrugama. U tom smislu, regionalne banke kreiraju zatvoreno međubankarsko tržište za kreditne zadruge. Na vrhu piramide nalaze se nacionalne organizacije (npr. *Caisse Centrale de Crédit Mutuel*) koje za regionalne banke imaju isti značaj kao što one imaju za pojedinačne zadruge. Time se zatvara troslojna struktura.

Najveća grupa je Crédit Agricole, iz čijeg naziva se može zaključiti da su članovi kreditnih zadruga poljoprivrednici, koja se po ključnim parametrima, kao što su stopa kapitala i aktive, pozicionira na čelo celog francuskog bankarskog sektora¹³⁹, a po definiciji se visoko pozicionira i u međunarodnim okvirima. Grupa Crédit Agricole okuplja ukupno 2 512 kreditnih zadruga koje sarađuju sa 39 regionalnih banaka, a centralno telo grupe je Crédit Agricole S.A. Ono je zaduženo za održavanje kohezije i skladnog funkcionisanja cele grupe, a paralelno predstavlja grupu pred monetarnim vlastima i regulatornim organima. Na izvestan način, centralno telo vrši ulogu centralne banke svih povezanih zadruga što učvršćuje finansijsko jedinstvo grupe. Na kraju, ono je zaduženo za strategijsko vođenje grupe, a upravlja i zavisnim finansijskim institucijama koje se bave: a.) upravljanjem imovinom (*asset management*), b.) osiguranjem, c.) privatnim bankarstvom, d.) potrošačkim kreditiranjem, e.) lizingom, f.) faktoringom itd. Njihovi proizvodi se plasiraju preko mreže kreditnih zadruga. Zajednički interes centralnog tela i kreditnih zadruga se promoviše preko vlasništva nad regionalnim bankama, jer 25% udela u njima drži Crédit Agricole S.A. Sa druge strane, regionalne banke su većinski vlasnici Crédit Agricole S.A. Poređenja radi, druga po veličini grupa

¹³⁹ Prema podacima za 2012. god. njena aktiva iznosi nešto preko 2 biliona evra, dok je njena stopa adekvatnosti kapitala 9,7%. BNP Paribas kao njen glavni domaći konkurent ima ukupan iznos aktive od 1,9 biliona evra i stopu kapitala od 11,8%.

Crédit Mutuel okuplja 2 104 zadruge i 18 regionalnih banaka. Relativni značaj tri vodeće grupe se može sagledati iz tabele 8.

Tabela 8: Relativni značaj tri vodeće grupe kreditnih zadruga u Francuskoj

	Ukupna aktiva - učešće				Ukupni krediti - učešće				Ukupni depoziti - učešće			
	BP	CA	CM	Σ	BP	CA	CM	Σ	BP	CA	CM	Σ
1998	5,5%	12,6%	7,8%	25,9%	7,5%	19,4%	8,7%	35,6%	6,4%	25,7%	10,9%	43%
2003	5,9%	21,9%	8,9%	36,7%	8,6%	28,9%	10,5%	48,1%	8,3%	30,6%	11,2%	50%
2008	5,6%	24,7%	8,1%	38,3%	8,2%	31,3%	13,2%	52,7%	7,6%	36,4%	11,8%	55%

Izvor: Ayadi et al. (2010)

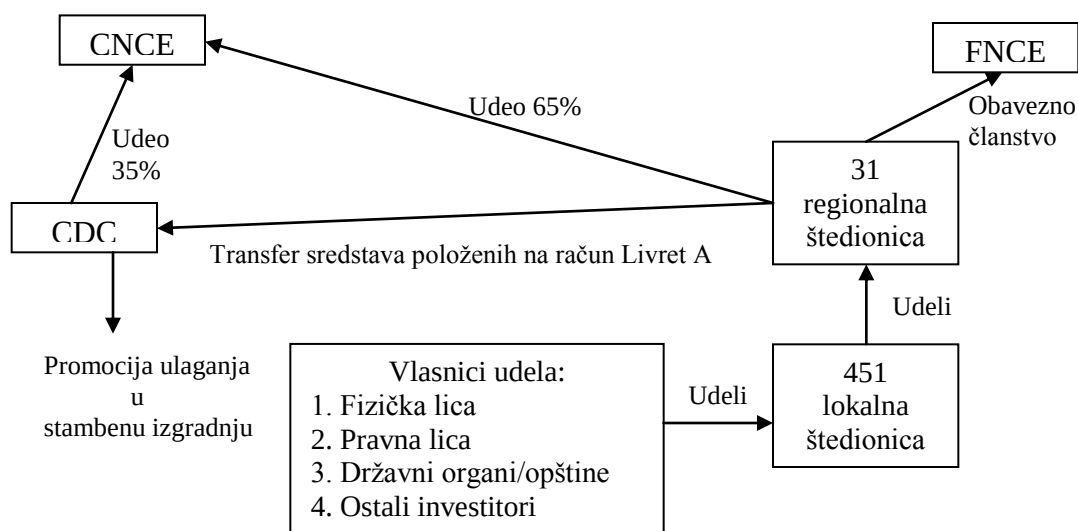
Treća grupa banaka danas deli jedno obeležje sa drugom grupom - nalaze se u vlasništvu svojih zadrugara/članova. Privatizacija štedionica izvršena je 1999. god, do kada su bile faktički u državnom vlasništvu a formalno u jednoj nesvojstvenoj pravnoj formi, kada su one u smislu oblika organizovanja postale izjednačene sa kreditnim zadrugama, a udele u njima su kupovinom obezbedili klijenti i zaposleni u štedionicima¹⁴⁰. Međutim, za razliku od kreditnih zadruga, istorijski gledano, štedionice nisu odobravale kredite u poslovne svrhe. Umesto toga one su plasirale prikupljeni kapital u projekte javnog sektora. Time se priroda nastanka i delovanja štedionica bitno razlikuje u odnosu na kreditne zadruge. Privilegovan položaj štedionica se snažno reflektuje u oslobađanju kamate na štednju položenu u njima od oporezivanja¹⁴¹, ali do određenog iznosa. Nakon Drugog svetskog rata njihovo polje delovanja se širi i one počinju da odobravaju kredite privrednim subjektima. Ipak, sličnosti sa kreditnim zadrugama se ne završavaju na obliku vlasništva, pošto se u praksi pojedinačne štedionice povezuju preko regionalnih štedionica i na kraju se dolazi do identične višeslojne strukture kao kod zadruga na čijem vrhu se nalaze dva tela: Caisse Nationale des Caisses d'Épargne (CNCE) i Caisse des Dépôts et Consignations (CDC). Danas posluje 31 regionalna štedionica, a njihov broj se drastično smanjio sa preko 500 koliko ih je bilo u jednom periodu. Konsolidaciju u ovoj grupi

¹⁴⁰ Detaljnije o ovim promenama se može naći u Polster (2005)

¹⁴¹ To je *Livret A* štedni račun. Ovaj račun je mogao samo još da se otvori kod francuskih pošta (*La Poste*) i zadruge Crédit Mutuel.

banaka je ubrzalo pripremanje za nastupanje jedinstvenog tržišta finansijskih usluga u EU. Slika 15. daje prikaz kompletne strukture treće grupe banaka¹⁴².

Lokalne štedionice nemaju status samostalnih bankarskih organizacija, već filijala regionalnih štedionica čiji su i vlasnici. U proseku 15 lokalnih štedionica opslužuje jednu regionalnu štedionicu. Kao što se sa slike 15. može zapaziti, vlasništvo nad regionalnim štedionicama je indirektno, jer se ostvaruje preko lokalnih štedionica¹⁴³, zbog čega je teško ostvariti snažan uticaj na njihovo poslovanje.



Slika 15: Vlasničko-organizaciona struktura sektora štedionica u Francuskoj

Izvor: Polster (2005)

Delovanje CNCE-a i CDC-a se široko rasprostire u celom finansijskom sistemu. CNCE je centralna institucija celog sektora štedionica, odgovorna za formulisanje strateških planova sektora, monitoring regionalnih štedionica i obavljanje složenijih i krupnijih finansijskih operacija, osnovana u formi akcionarskog društva. Njeni klijenti su pored

¹⁴² FNCE (Fédération Nationale des Caisses d'Épargne et de Prévoyances) je nacionalno udruženje štedionica, čiji članovi su isključivo predstavnici regionalnih štedionica (njihovi izvršni direktori), koje u javnosti i pred državom zastupa njihove interese. FNCE deluje i kao forum na kome direktori štedionica međusobno razmenjuju mišljenja i iznose stavove koji pospešuju koordinaciju i koheziju cele grupe. Slaba strana udruženja je što njegovi zaključci nemaju praktičnu težinu, obzirom da nisu obavezujući. U tom smislu, CNCE je nadmoćnija organizacija.

¹⁴³ Uslov za osnivanje lokalne štedionice je da se minimum 500 fizičkih lica ili 10 pravnih lica zajednički udruži. Ukupan broj vlasnika svih lokalnih štedionica prelazi 3 miliona.

štedionica i veliki domaći i međunarodni subjekti¹⁴⁴. CDC se sa druge strane nalazi u državnom vlasništvu, a preko njegovog udela u akcijskom kapitalu CNCE-a država ostvaruje značajan uticaj na ceo sektor štedionica. Zadatak CDC-a je da raspolaže sa sredstvima položenim na račune *Livret A* na način da tako prikupljena sredstva koristi većinom za podršku rešavanju stambenih potreba građana. Zakonom iz 1999. god. CDC je u velikoj meri razvlašćena kada je u pitanju njen neposredan uticaj na štedionice, ali se i pored toga on neformalno zadržao. Ona je veoma aktivna i na tržištu dugoročnih hartija od vrednosti¹⁴⁵, na kojem vrši plasman svog finansijskog potencijala ali i emituje svoje hartije od vrednosti.

Konsolidovani bilans Caisses d'Épargne grupe (regionalne štedionice i CNCE) ukazuje da grupa poseduje kritičnu masu neophodnu za svrstavanje u vodeće banke u Francuskoj. Po kriterijumu veličine svog (konsolidovanog) bilansa grupa se nalazila na četvrtoj poziciji u bankarskom sektoru. Njen tržišni udeo se kretao oko 11% nakon reforme iz 1999. god, a pre nje je bio svega polovina dotičnog učešća. Ipak, reforma nije izazvala brži i zdraviji organski rast grupe, već se radi o preuzimanjima drugih banaka koja su pokrenula rast tržišnog učešća. U pogledu profitabilnosti, grupa zaostaje za drugim bankama najviše zbog visokih troškova, koji su posledica i druge po veličini mreže filijala u zemlji. Segmenti tržišta kredita na kojima je grupa dominantna su i dalje njeni tradicionalni poslovi - kreditiranje jedinica lokalne samouprave i stambeni krediti, dok u segmentima skorije uvedenih proizvoda - potrošački krediti i kreditiranje malih i srednjih preduzeća, grupa ne uspeva da ostvari učešće koje je na nivou njenog agregatnog učešća u bankarskom sektoru.

Ključna promena za grupu Caisses d'Épargne se desila 2009. god. kada je došlo do spajanja sa kreditnom zadrugom Banques Populaire, u osnovi radilo se o spajanju njihovih centralnih insitucija, čime je stvorena treća grupa po veličini u Francuskoj.

¹⁴⁴ Zbog strateškog karaktera grupe CNCE ne održava direktne odnose sa klijentima štedionica, kao što su npr. mala i srednja preduzeća, tako da je implicitni uslov direktne saradnje nekog klijenta sa CNCE to da on već nije klijent regionalnih štedionica.

¹⁴⁵ Prema podacima iz februara 2013. god. njen portfolio akcija je iznosio oko 12 milijardi evra, a obveznica 30 milijardi evra. U pogledu obveznica, CDC vodi konzervativnu politiku po kojoj više od 75% ukupnog portfolija čine obveznice čiji je rejting AA ili veći.

Spajanje se obrazlaže komplementarnošću ključnih kompetencija grupa. Banques Populaire se profilisala kao banka specijalizovana za finansiranje malih i srednjih preduzeća, privatnih preduzetnika i imućnijih klijenata. Obzirom da su ovo oblasti u kojima se Caisses d'Épargne slabo kotira, integracija sa institucijom profila Banques Populaire bi mogla uspešno da nadomesti slabosti njenog poslovnog modela i dovede do formiranja nove grupe sposobne da pruži visoko konkurentan spektar finansijskih usluga širokoj grupi klijenata.

Municipalne kreditne banke imaju skroman značaj za francuski bankarski sektor. Njihovi osnivači i vlasnici su lokalne opštine. Pored depozita svojih osnivača, one primaju i depozite građana i uglavnom odobravaju kredite organizacijama iz javnog sektora i licima zaposlenim u njima. Po ugledu na kreditne zadruge i štedionice, ova grupa banaka poseduje svoju nacionalnu organizaciju koja zastupa njene interese (*Central Union des Crédit Municipaux*), s tim što su pojedinačne municipalne kreditne banke nezavisne jedna od druge, kako vlasnički tako i u pogledu poslovne politike.

Od 1980-ih godina naovamo, ne samo francuski bankarski sistem već i finansijski sistem prolaze kroz preobražaj. Deregulacija i liberalizacija finansijskog sistema umanjuju istaknutost bankarske intermedijacije u korist rasta važnosti drugih finansijskih institucija i direktne finansijske intermedijacije. Tržište bankarskih kredita postaje jedinstveno jer se brišu granice između različitih tipova banaka. Nove tehnologije menjaju stare prakse banaka, kao što je izbegavanje plaćanja kamate na depozite po viđenju. Važnu ulogu u ovoj promeni imala je holandska banka ING¹⁴⁶ koja je u 2000. god. izašla sa ponudom, preko interneta, francuskim klijentima vođenja računa kod kojih se plaća kamata na pozitivan saldo na računu. Zbog znatnog uspeha u svojoj ponudi, i posledičnog nezadovoljstva francuskih banaka, ukinut je u 2001. god. propis koji je zabranjivao

¹⁴⁶ ING je u novi milenijum ušla sa novom strategijom u kojoj je snažan fokus stavljen na internet poslovanje. Strategija se pokazala uspešnom i jedan od njenih zapaženih rezultata je signifikantan pad C/I pokazatelja (*cost to income*) banke sa 83% na 68%, a čije uporište je u snažnom smanjenju broja filijala. Internet bankarstvo je u periodu 2004-2006. god. raslo po prosečnoj stopi od 62%, što je tri puta više u odnosu na druge holandske banke. Banka je skoro sve svoje proizvode učinila dostupnim preko internet bankarstva, a rad u filijalama se sveo na prodaju kompleksnih proizvoda i promociju banke. Jedna od novina u radu filijala koja je uvedena su mobilni specijalisti. To su stručni pojedinci koji prema zahtevima posla odlaze u filijale kako bi pružili stručni savet i pomoć klijentima.

francuskim bankama, protiv čega one do tada nisu negodovale, da plaćaju kamate na depozite po viđenju. Pored toga, privatizacija i konsolidacija u bankarskom sektoru su uzele maha, pa je broj banaka sa oko 2000 početkom 1990-ih smanjen na ispod 1000 u 2000. god. Ovome su najviše doprinele promene u sektoru štedionica. Ipak, najvažnije preuzimanje u bankarskom sektoru se zbilo u 2000-im. Ono se odnosi na preuzimanje banke Crédit Lyonnais od strane Crédit Agricole u 2003. god, a izdvaja se kako po svojoj veličini tako i po činjenici da se radi o operaciji koja uključuje jednu kreditnu zadrugu i jednu privatnu banku sa statusom akcionarskog društva, obzirom da su dotadašnja spajanja bila po svom karakteru intrasektorska.

2.3. Bankarski sektor u Italiji

Bankarski sistem u Italiji je prošao kroz korenitu transformaciju tokom 1990-ih godina. On se preobrazio od prekomerno regulisanog i neefikasnog sistema u državnom vlasništvu u moderan sistem u kome preovlađuje privatno vlasništvo i deluju dinamične bankarske grupe. U smislu transformacije, sličan put je sledila i Španija.

Državni upliv u italijanski bankarski sektor počinje sa krizom 1930-ih kada je usvojen Zakon o bankama¹⁴⁷ čiji cilj je bio zavođenje stabilnosti i sigurnosti u krhki bankarski sistem. Njime je načinjena stroga podela među bankama na standardne komercijalne banke i investicione banke. Prve su smele da sklapaju krakoročne depozitne i kreditne poslove, granična ročnost poslova je postavljena na 18 meseci, a druge srednjoročne i dugoročne poslove, svi poslovi preko navedenog roka od 18 meseci. Među ostalim ograničenjima zakona mogu se izdvojiti zabrana ulaganja u akcije preduzeća iz realnog sektora i kompleksna i dugotrajna procedura za otvaranje novih filijala sa krajnje neizvesnim ishodom. Zbog poslednjeg ograničenja, sistem se razvijao u smeru pojave veoma velikog broja banaka skromne veličine koje su delovale na skučenom geografskom području, lišene pretnje od konkurencije. Nedostatak konkurencije je izazvao razvijanje birokratskog karaktera u bankama u kojima potrebe klijenata nisu bile na prvom mestu, zbog čega je nivo usluge bio na relativno niskom nivou. Prema

¹⁴⁷ Zakon je usvojen 1936. god.

međunarodnim standardima, Italija je u proces stvaranja jedinstvenog evropskog tržišta finansijskih usluga ušla sa prevelikim brojem banaka i premalim brojem poslovnih jedinica (filijala) u kojima se neposredno pružaju bankarske usluge.

Novi reformski Zakon donet je 1990. god, čime su postavljeni uslovi za korenite reforme u sektoru. Fundamentalna promena se odnosi na izmenu karaktera vlasništva u bankama, sa državnog na privatno kroz postupak privatizacije. Privatizacija je sprovedena na nesvojstven način. Više od polovine akcija svake banke koja je ušla u postupak, preciznije 51%, je pripalo fondacijama (*Fondazioni*), dok su preostalih 49% bili prodati široj javnosti. Fondacije su neprofitna udruženja sa širokom društvenom misijom koja se prostire na polje razvoja nauke, obrazovanja, umetnosti i svih drugih polja i aktivnosti kojima se podiže nivo društvenog blagostanja. Njihov specifičan pravni položaj, jer su u pravnom smislu imale status privatnih lica koja ne pripadaju javnom sektoru, im je omogućio da se skladno uklope u proces privatizacije banaka. Sve dividende koje bi na osnovu vlasništva nad akcijama banaka bile isplaćene fondacijama alocirale su se na različite projekte od šireg društvenog značaja¹⁴⁸. Opređenje za ovakav oblik privatizacije se objašnjava potrebom da nakon privatizacije banke vodi stabilna grupa akcionara i da u strukturi vlasništva bude na izvestan način manifestovan javni i društveni interes. Kako fondacije kao reprezenti javnog i društvenog interesa, koji se ogleda kroz strukturu njihovih upravnih odbora, ne bi mogle da vrše uticaj na svakodnevno poslovanje banaka, čime bi se urušio smisao privatizacije¹⁴⁹, postavljena su stroga pravila koja to sprečavaju. Jedno od njih zabranjuje personalnu vezu između banke i fondacije, zbog čega lica angažovana u fondaciji ne mogu biti angažovana u banci, i obratno.

Za uspešan prelazak bankarskog sektora iz dominantnog državnog u dominantno privatno vlasništvo presudno je sprovesti privatizaciju najvećih banaka. U Italiji to su bile 4 najveće banke: Banca Commerciale Italiana, Credito Italiano, Banca di Roma i Banca Nazionale. Banca Commerciale Italiano je od 1999. god. poslovala pod imenom Banca

¹⁴⁸ Među tim projektima izdvajaju se: a.) finansiranje medicinskih istraživanja, b.) finansiranje rada kulturnih ustanova, kao što su pozorišta i opere, c.) pomoć starijim osobama itd.

¹⁴⁹ Confinindustria, italijansko udruženje poslodavaca, je tokom 1980-ih snažno kritikovalo tadašnji bankarski sektor u državnom vlasništvu tvrdeći da na kreditnu politiku banaka veći uticaj imaju politički kontakti i lična poznanstva nego bilansi preduzeća i fundamentalna analiza njihovog poslovanja.

Intesa, dok je Credito Italiano od 1998. god. poslovao pod imenom Unicredito i obe se danas ubrajaju u banke od sistemskog značaja za evropski bankarski sistem. Loši finansijski rezultati banaka tokom 1990-ih, determinisani visokim spornim i nenaplativim potraživanjima i nekamatnim troškovima (*non-interest expenses*), inicirali su dalju reformu u sistemu. Zbog svoje prirode, fondacije nisu bile u poziciji da sprovedu neophodne dokapitalizacije banaka, zbog čega su jačali pritisci na njih da prodaju svoje akcije i omoguće drugim privatnim investitorima da dokapitalizuju banke i preuzmu većinsko vlasništvo. Ovaj proces nije tekao brzo. U prvom koraku je 1994. god¹⁵⁰. fondacijama ukinuta obaveza da poseduju kontrolni interes u bankama, da bi im iste godine bilo preporučeno da reduciraju svoj udeo u akcijama banaka za šta im je ostavljen period do 1999. god. Pošto je proces tekao jako sporo u 1998. god. je donesena nova direktiva kojom se eksplicitno zahteva od fondacija da se liše kontrolnog interesa u bankama do 2003. god. U tabeli 9. je dat prikaz kretanja udela akcija u vlasništvu fondacija u vodećim italijanskim bankama u 2000-im.

Tabela 9: Udeo akcija u vlasništvu fondacija u vodećim italijanskim bankama¹⁵¹

	Decembar 1998		Decembar 2008	
	Najveći pojedinačni udeo neke fondacije	Ukupno sve fondacije	Najveći pojedinačni udeo neke fondacije	Ukupno sve fondacije
Intesa	23%	23%	8%	19%
SanPaolo-IMI	16%	19%		
Unicredito	19%	38%	5%	8%
Monte dei Paschi	78%	78%	55%	55%

Izvor: Ayadi et al. (2009)

Redefinisanje vlasničke strukture banaka je koincidiralo sa neophodnošću sprovođenja konsolidacije u bankarskom sektoru. Jedan od vidljivih rezultata konsolidacije je izdvajanje vodećih bankarskih grupa koje su istaknute u tabeli 9¹⁵². Broj banaka je smanjen sa blizu 1200 u 1990. god. na ispod 700 u 2013. god. U poređenju sa Nemačkom

¹⁵⁰ Tzv. Dini direktiva iz novembra 1994. god.

¹⁵¹ U 2007. god. desila su se dva bitna događaja. Prvi se odnosi na spajanje između Banca Intesa-e i Sanpaolo-IMI nakon čega je formirana nova bankarska grupa Intesa Sanpaolo. Drugi se odnosi na spajanje Unicredito-a i Capitalia Group-e nakon čega je formirana nova grupa koja je u 2008. god. promenila ime u UniCredit Group. Ovi događaji su imali uticaja na vlasničku strukturu dotičnih banaka.

¹⁵² Npr. Unicredito je nastao kao rezultat spajanje banaka Credito Italiano i Rolo Banca koje su sebi pripojile još nekoliko većih i manjih regionalnih banaka nakon čega je formirana bankarska grupa.

broj banaka u Italiji je više od upola manji, ali je zato u usporedbi sa brojem banaka u Francuskoj, koja predstavlja veće bankarsko tržište, on u prvom delu intervala bio nešto niži da bi u drugom delu intervala, uprkos svom smanjenju, on pretekao broj francuskih banaka. U Španiji se broj banaka u poslednjih 15 godina smanjio za četvrtinu i danas se kreće ispod 300. Kretanje broja banaka u najvećim zemljama evrozone u poslednjih 15 godina je dato u tabeli 10.

Tabela 10: Kretanje broja bankarskih subjekata u najvećim zemljama EU

	1998	2003	2008	2013
Nemačka	3238	2225	1989	1847
Francuska	1226	939	728	630
Italija	934	801	818	697
Španija	402	348	362	298

Izvor: European Central Bank

Pored pripajanja manjih italijanskih banaka, velike italijanske bankarske grupe su bile veoma aktivne u istočnoevropskim zemljama u kojima su akvizirale neke od najvećih lokalnih banaka. Unicredito je bio akvizirao banku Pekao u Poljskoj, Zagrebačku banku u Hrvatskoj, Bulbank u Bugarskoj i Pol'nobanka-u u Slovačkoj. Sa druge strane, Intesa je akvizirala Privrednu banku Zagreb u Hrvatskoj, Delta banku u Srbiji, CIB u Mađarskoj i VUB u Slovačkoj.

Kao u Francuskoj i Nemačkoj i u Italiji je veoma snažan i uticajan, unutar bankarskog sektora, pokret kreditnih zadruga. One su istorijski zastupljene u dve pojavne forme: a.) Banche Popolari (BP) i b.) Banche di Credito Cooperativo (BCC). BP su nešto starije u odnosu na BCC, drugačije organizovane i veće¹⁵³. Dok su BP osnivane u urbanijim,

¹⁵³ Razlika među institucijama postoji i kada se radi o njihovom pravnom i fiskalnom tretmanu. BCC uživaju povlašćeniji fiskalni tretman, jer im se profit ne oporezuje, ali se ovo kontrabalansira strožijim pravnim tretmanom, npr. kreditni portfolio mora da poseduje strukturu u kojoj dominiraju najmanje rizični plasmani, koji su prvenstveno odobreni članovima. BP uživaju povoljniji pravni tretman, jer im je poslovanje rasterećeno od propisa koji ih sputavaju, nisu podvrgnute opterećujućim restrikcijama na geografsku ekspanziju poslovanja, strukturu kreditnog portfolija i izbor zajmoprimaca. U fiskalnom smislu, izjednačene su sa drugim bankama koje se nalaze u formi akcionarskog društva, formi u kojoj se neke od njih danas nalaze.

gušće naseljenim mestima, BCC su primarno osnovane u slabije naseljenim ruralnim područjima. Njihovo kolektivno tržišno učešće u ukupnim depozitima danas iznosi oko 30%, dok je slično njihovo učešće i u ukupnim kreditnim plasmanima, dok je učešće u ukupnoj aktivi bankarskog sektora upadljivo manje, nešto iznad 20%. Ayadi (2010) navodi da je najveća bankarska grupa iz reda BP Unione di Banche Italiane koja se svrstava u pet najvećih banaka u zemlji, a da je među BCC to BCC di Roma koja se svrstava tek na 65 mesto po svojoj veličini. O diferentnom fokusu kreditne aktivnosti BP i BCC svedoči tabela 11. na kojoj je data struktura kreditnih plasmana prema visini iznosa kredita. U tabeli se jasno uočava veća orijentisanost na manje kredite, iza kojih stoje preduzetnici i mala preduzeća, kod BCC u odnosu na BP, koje su opet više orijentisane na manje kredite u odnosu na ostale banke, u njih spadaju banke koje se nalaze u formi a.d. kao i filijale stranih banaka prisutnih u Italiji.

Tabela 11: Struktura kreditnih plasmana sektora kreditnih zadruga u Italiji prema visini iznosa kredita

	< 5 miliona €	5 mil € - 25 mil €	25 mil € >	Ukupno
BCC	70%	23%	7%	100%
BP	48%	27%	25%	100%
BP (u formi a.d.)	38%	26%	36%	100%
Ostale banke	30%	23%	48%	100%

Izvor: Ayadi et al. (2010)

O vitalnosti ovog pokreta u celini svedoči kontinuelan rast njihovog tržišnog učešća koje je krajem 1990-ih u gore navedenim kategorijama iznosilo oko 20% da bi naraslo na preko 30% krajem 2000-ih. Najveći deo konsolidacije u italijanskom bankarskom sektoru se realizovao upravo u odeljku kreditnih zadruga, po sličnom principu kao i u drugim evropskim zemljama po kojem su spajanja i preuzimanja manjih kreditnih zadruga predominantno bila izvršena od strane većih kreditnih zadruga. U ovim procesima do izražaja su dolazili problemi koji potiču od prava glasanja na najvišem organu zadruge - Skupština, u kojem svi članovi poseduju jedan glas bez obzira na veličinu svog uloga. Zbog toga je neophodno pridobiti veliki broj članova, jer se tako formira neophodna

većina, za svaku odluku bitnu za poslovanje i opstanak zadruga. McDonald i Keasey (2002) tako navode da je spajanje Banca Popolare di Bergamo i Banca Popolare di Verona propalo jer članovi zadruga nisu mogli da se sporazumeju oko sedišta banke i izbora predsednika izvršnog odbora.

Problem sa odlučivanjem je naveo manji broj BP da se transformišu u akcionarska društva, npr. Banca Popolare di Brescia, ali je većina ostala dosledna izvornoj pravnoj formi. Temeljni razlog za odbijanje ove promene forme je uverenje da će snažnije finansijske grupe brzo preuzeti kontrolu nad kreditnim zadrugama, pogotovo nad onima koje beleže odlične poslovne rezultate, čime će njihova tradicionalna misija biti automatski ugašena. Da će sa transformacijom BP zaista promeniti svoju filozofiju svedoči tabela 11. u kojoj se jasno reflektuje veća orijentisanost BP-a koje se nalaze u formi akcionarskog društva na veće kredite u odnosu na one koje nisu prihvatile ovu pravnu formu.

Jedna od odlika italijanskog bankarskog sektora, a pogotovo sekcije kreditnih zadruga unutar njega, je visoka decentralizacija. Stvaranje velikih bankarskih grupa, koje funkcionišu na način da centralna banka u grupi ima ulogu holding kompanije za ostale banke, nije bilo praćeno u dovoljnoj meri sa integracijom funkcija unutar grupe. Određeni poslovi su centralizovani na nivou grupe, u prvom redu se to odnosi na poslove koji ne zahtevaju direktan odnos sa klijentima (*back office*) ili korišćenje jedinstvenog informacionog sistema, ali su banke u grupi zadržale značajnu slobodu i autonomiju u odlučivanju. U znatnom broju slučajeva banke su zadržavale i svoje ime, delimično i zbog prepoznatljivosti brenda koji je razvijen u lokalnim sredinama. Funkcionisanje bankarskih grupa može da se odvija prema dva suprotstavljena koncepta. Prvi je federalni koncept u kome banke članice grupe autonomno deluju uz obaveznu koordinaciju aktivnosti. Drugi je divizionalni model u kome je centralizacija visoka i holding kompanija usmerava poslovanje banaka članica na način kojim pogoduje optimizaciji rezultata grupe. Integrisanom bankarskom grupom se može smatrati ona koja se razvija po drugom konceptu.

Manjak integracije se opaža i kod oba tipa kreditnih zadruga. Tri vodeće kreditne zadruge u Francuskoj se ističu po visokom nivou centralizacije, sa veoma jakim centralnim institucijama. Saradnja i uzajamna pomoć unutar mreže zadruga koje pripadaju svakoj od tih grupa je intenzivna i duboka, a doseže do garantovanja likvidnosti i solventnosti zadruga članica od strane centralnih institucija. Karakteristika vlasničke strukture grupa francuskih zadruga je što polazi od članova lokalnih zadruga i odatle se proteže ka vrhu na kom se nalazi centralna institucija (*bottom-up*), dok upravljanje polazi od vrha i rasprostire se ka lokalnim zadrugama (*top-down*). Kod italijanskih BC i BCC izdvajaju se samo zajedničke nacionalne organizacije - Assopopolari i Federcasse, respektivno. Assopopolari za BP obavlja istraživanja, vrši analize i nudi savetodavne usluge uz neizostavnu administraciju sistema plaćanja - preko Istituto Centrale delle Banche Popolari. Sa druge strane, one funkcije koje se mogu centralizovati, kao što su odobrenje kredita, upravljanje rizicima ili likvidnošću se ne prenose na nacionalnu organizaciju i njene institucije, već ostaju na nivou individualnih BP.

Na analogan način, mrežna struktura BCC-a se zasniva na njihovoj jakoj autonomiji i korišćenju centralizovanih funkcija samo na dobrovoljnoj osnovi. Zajedničke mrežne institucije postoje i ističu se samo kada se radi o razrešavanju vanrednih okolnosti i problema u poslovanju pojedinačnih BCC. Npr. Gestioni Crediti ima zadatak da administrira problematične kredite, dok je Banca Sviluppo zadužena za upravljanje BPP-ima koje se nalaze u problemima. Jedan od pokušaja pravljenja iskoraka prema čvršće integrisanoj strukturi u okviru BPP-a je institucionalizovanje fonda koji bi garantovao za obaveze BPP-a¹⁵⁴, preko zaštite koju uživaju njihovi depoziti na osnovu obaveznog osiguranja depozita. Ovaj koncept podražava obezbeđenje koju centralna institucija francuskih zadruga pruža svojim članicama kroz garanciju pomoći u kriznim situacijama, čime se štite njihova likvidnost i solventnost i naglašava princip solidarnosti u grupi. Smatra se da ovaj sistem uzajamne zaštite pospešuje intra-mrežnu sinergiju i jača položaj cele grupe.

¹⁵⁴ Fondo di Garanzia Istituzionale je osnovan 2008. god.

Oba tipa kreditnih zadruga poseduju slabo integrisane mrežne strukture, sa nedovoljno iskorišćenim potencijalima za intra-mrežno upravljanje likvidnošću i rizicima, što ukazuje na budući pravac u njihovom razvoju koji vodi rastu efikasnosti. 2000-te su godine privatne inicijative u bankarskom sektoru, nakon dubokih promena nastalih u 1990-im u svim zemljama EU.

2.4. Performanse bankarskih sistema u Evropi

Analiza performansi bankarskih sistema poseduje višestruku važnost. Ona se pre svega koristi u svrhe međunarodne komparacije, kako bi se izdvojili nacionalni bankarski sistemi koji konzistentno po svojim performansama nadilaze ostale. Način funkcionisanja i poslovni modeli banaka, iz bankarskih sistema koji se ističu po performansama, koje su ostvarile superiorne poslovne rezultate se nastoje koristiti kao uzor i nauk za druge banke i bankarske sisteme. U meri u kojoj su performanse bankarskih sistema determinisane posebnim obeležjima nacionalnih bankarskih sistema, moguće je na taj način definisati nužne promene i prateće mere koje će podići performanse sistema. Sa druge strane, svi uticaji na performanse koji proističu iz stanja opšteg ekonomskog okruženja, kao što je faza poslovnog ciklusa u privredi, ostaju van domašaja primenjenih mera.

Pod ocenom performansi bankarskih sistema podrazumeva se elaboracija seta indikatora na osnovu kojih se mogu oceniti efikasnost i profitabilnost poslovanja banaka. Indikatori koji će biti korišćeni u nastavku su:

1. stopa prinosa na sopstveni kapital (*return on equity-ROE*)
2. stopa prinosa na ukupnu imovinu (*return on assets-ROA*)
3. neto kamatna margina (*net interest margin-NIM*)
4. racio nekamatnih poslovnih troškova (*overheads*) i zbira neto kamatnih i nekamatnih prihoda (*cost to income ratio-CI*)

2.4.1. Stopa prinosa na sopstveni kapital

Svi indikatori predstavljaju finansijske kriterijume uspešnosti poslovanja. Obzirom da se bilansi banaka razlikuju od bilansa preduzeća iz realnog sektora¹⁵⁵, zbog prirode delatnosti i poslovnih aktivnosti, tako su i poslednja dva indikatora posebno skrojena za bankarski sektor. Prva dva indikatora su univerzalna po svom karakteru i generalno uporediva za sve privredne i finansijske subjekte. Ipak, obračun prvog indikatora može biti sproveden na nekoliko načina kod banaka u zavisnosti od toga kako se definišu brojilac i imenilac. U brojiocu se mogu naći dobitak pre oporezivanja ili dobitak posle oporezivanja. Zbog specifičnih računovodstvenih knjiženja, koja su motivisana željom za odlaganjem plaćanja poreza, dobitak posle oporezivanja je u rastućem stepenu postao iskrivljena mera poslovnog rezultata. Dva su razloga tome. Prvi, što nisu usklađene stope poreza zbog čega se potcenjuju poslovni rezultati banaka u zemljama sa većom poreskom stopom, i obrnuto precenjuju rezultati banaka u zemljama sa nižom stopom. Drugi razlog je pozicija odloženih poreskih sredstava/obaveza¹⁵⁶ u bilansu uspeha kojem se koriguje iznos oporezovanog dobitka što može izazvati bizarnu situaciju da banka u godini u kojoj je ostvarila gubitak uvećava isti za gubitak po osnovu smanjenja odloženih poreskih obaveza i kreiranja odloženih poreskih obaveza, zbog čega je konačan gubitak viši od gubitka pre oporezivanja. Imenilac indikatora takođe nije uniformno definisan. Uobičajeno je da se u obzir uzima prosečna bilansna vrednost sopstvenog kapitala, pri čemu se polazi od toga da on predstavlja zbir akcijskog kapitala, rezervi¹⁵⁷ i neraspoređenog dobitka. Pošto kapital kod banaka vrši specifičnu funkciju, a u skladu sa određenim odredbama Bazelskog sporazuma, moguće je kapital definisati na različite načine i kao meru sopstvenog kapitala koristiti neku od varijanti regulatornog kapitala, odnosno kapitala posebno obračunatog za regulatorne svrhe. Odluka NBS o adekvatnosti

¹⁵⁵ Npr. NBS donosi poseban Pravilnik o Kontnom okviru i sadržini računa u Kontnom okviru za banke, kao i Pravilnik o obrascima i sadržini pozicija u obrascima finansijskih izveštaja za banke. Oba Pravilnika se objavljuju u Službenom glasniku RS.

¹⁵⁶ Živković, Marinković i Stankić (2012) ističu da poreski obveznik (banka) može umanjiti obavezu po osnovu poreza na dobit za deo iznosa izvršenih ulaganja u osnovna sredstva i po drugim osnovama. Ovaj iznos predstavlja specifičan poreski kredit, koji tekuću poresku obavezu može umanjiti do polovine, ali se preostali iznos neiskorišćenog poreskog kredita može prenositi na izvestan broj narednih godina u okviru pozicije aktive odložena poreska sredstva.

¹⁵⁷ Rezerve kod banaka se dele na rezerve za opšte bankarske rizike i posebne rezerve za procenjene gubitke. Obe se izdvajaju iz ostvarenog dobitka. Rezerve za procenjene gubitke se izdvajaju u skladu sa Odlukom NBS o klasifikaciji bilansne aktive i vanbilansnih stavki, za razliku od opštih rezervi koje se formiraju odlukom skupštine banke, a moguće je i statum ili nekim drugim internim aktom. Prilikom obračuna ROE na tradicionalan način ne pravi se razlika između različitih vrsta rezervi, dok se o tome vodi računa pri obračunu regulatornog kapitala.

kapitala banke¹⁵⁸ ukupan kapital banke deli na tri nivoa: a.) osnovni kapital, b.) dopunski kapital prvog reda i c.) dopunski kapital drugog reda. U određenim međunarodnim studijama, kao što je studija o Indikatorima zdravlja finansijskog sistema (*Financial Soundness Indicators*) koju sprovodi IMF, zagovara se paralelno korišćenje uobičajenog načina obračuna sopstvenog kapitala i korišćenje regulatornog kapitala, kao što je nivo I kapitala (*Tier I*) prema Bazelu II. ECB u obračunu svojih statistika takođe koristi nivo I kapitala kao meru sopstvenog kapitala. Ova mera je pogotovo preporučljiva ako se radi o konsolidovanim finansijskim izveštajima u koje su uključene filijale i supsidijari u inostranstvu matične banke. Pored toga postoje i drugi problemi sa raportiranjem ovog indikatora. Jedan od njih je obračun prosečne vrednosti sopstvenog kapitala. Rutinsko rešenje polazi od toga da se uzima prosek stanja kapitala na početku godine i na kraju godine, čime se dolazi do prosečno angažovanog kapitala u periodu u kome je ostvaren poslovni rezultat. Ovom rešenju ne pribegavaju sve banke¹⁵⁹.

U tabeli 12. dati su podaci o stopi prinosa na sopstveni kapital obračunati na osnovu javno dostupne baze OECD-a Bank Profitability Database. Baza sadrži podatke o agregiranim bilansima stanja i uspeha banaka iz pojedinačnih zemalja, pri čemu je njihova forma uprošćena i sadrži noseće pozicije kako bi obračun relevantnih indikatora bio što jednostavniji¹⁶⁰. Bazom je pokriven najveći deo zemalja EU, dok su podaci za SAD, Rusiju, Švajcarsku i Japan dati zbog komparacije.

¹⁵⁸ NBS (2013), Odluka o adekvatnosti kapitala banke, *Službeni glasnik RS*, br. 45/2011 i 6/2013.

¹⁵⁹ Npr. Hypo Alpe-Adria-Bank pribegava navedenom rešenju što znači da koristi podatke iz godišnjih finansijskih izveštaja, dok Komercijalna banka koristi podatke iz kvartalnih nerevidiranih finansijskih izveštaja što znači da pri obračunu prosečnog sopstvenog kapitala umesto 2 podatka koristi 5 podataka. Što je veći broj korišćenih podataka precizniji je krajnji rezultat. U proseku, ne očekuje se da razlike budu velike, ali ponekada nisu beznačajne. Komercijalna banka je u poslednjem kvartalu 2012. god. izvršila dokapitalizaciju čime je znatnije uvećala vrednost akcijskog kapitala. Da se prosečna vrednost kapitala računa na osnovu godišnjih izveštaja dobila bi se iskrivljena slika stvarno korišćenog sopstvenog kapitala u toku godine - njegova vrednost bi bila precenjena, tako da su kvartalni izveštaji optimalno rešenje u ovom slučaju. U procentnim poenima gledano, razlika u obračunatom ROE između ove dve varijante iznosi preko 2 procentna poena u korist ROE obračunatog na osnovu visine prosečnog sopstvenog kapitala izvedenog iz kvartalnih izveštaja.

¹⁶⁰ Upotreba ove baze može se primetiti u dobrom broju relevantnih izvora literature, npr. Casu, Girardone i Molyneux (2006) i Ayadi et al. (2009). Za svaku zemlju koja dostavlja svoje podatke u bazu su data metodološka pojašnjenja vezana za konstrukciju agregiranih bilansa. Najveći metodološki značaj u tome ima obuhvat banaka čiji bilansi su uzeti u obzir prilikom kompilacije podataka, jer od njega najdirektnije zavise konačni rezultati.

U globalu, sve do kraja 2000-ih evropski bankarski sistemi su ostvarivali relativno visoke stope prinosa na sopstveni kapital, koje su pored toga bile i umereno volatilne. Na pragu 2000. god. jedino su Češka i Slovačka, kao zemlje u smiraju tranzicionog perioda, imale negativan rezultat bankarskog sektora u celini, što se kasnije u potpunosti preokrenulo. Do 2008. god. bankarski sektori u svim razmatranim zemljama su poslovali pozitivno, sa izuzetkom 2003. god. u kojoj je bankarski sektor u Nemačkoj poslovao negativno. U celom posmatranom periodu Nemačka se ističe po najnižim stopama prinosa. Velika Britanija sa druge strane poseduje visoko profitabilan bankarski sektor i opravdava svoju reputaciju zemlje lidera u finansijskim uslugama u svetu, čije banke uspešno iznalaze načine da uvećaju svoje ukupne prihode, pogotovo one koji su nekamatnog karaktera. Prvi nalet krize u 2008. god. najviše se osetio u Belgiji čiji bankarski sistem je prošao kroz veoma težak period. Pored nje, u istoj godini su bili uzdrmani i bankarski sistemi u Holandiji, Velikoj Britaniji, Nemačkoj i Švajcarskoj. Nakon prvog naleta krize, dotični sistemi su uspeali da se konsoliduju, ali se kriza prenela na Estoniju i Irsku u 2009. god. Zbog nedostatka podataka za dotičnu godinu u tabeli nisu navedeni podaci za neke zemlje čiji su bankarski sistemi u istoj godini takođe bili izloženi značajnim pritiscima, kao što je slučaj sa Portugalom i Mađarskom. Nažalost, OECD-ova baza više nije aktivna jer je poslednji put ažurirana u 2011. god. nakon čega je izdato saopštenje da se više neće ažurirati.

Stope prinosa na sopstveni kapital koje su date u tabeli 12. odražavaju stanje i potencijal poslovanja na nacionalnim bankarskim tržištima. Razlog tome je što OECD-ova statistika obuhvata bilanse respektivnih domaćih banaka i supsidijara stranih banaka aktivnih u jednoj zemlji. Pored toga, ova statistika je formirana na nekonsolidovanoj bazi, što znači da se bilansi supsidijara ne konsoliduju na nivou cele grupe, koju čine matična banka i zavisni supsidijari u zemlji, već se samo sprovodi njihova čista agregacija¹⁶¹. Supsidijari domaćih banaka u inostranstvu su isključeni iz analize po istom principu po kojem su lokalni supsidijari stranih banaka uključeni u bilans domaćeg bankarskog sektora.

¹⁶¹ Ovo je važno obzirom na talas konsolidacije u nekim bankarskim sistemima, kao što su Francuska i Italija, u kojima preuzimanje određene banke od strane neke druge ne podrazumeva obavezno apsorpciju njenog bilansa i gubljenje poslovnog identiteta, već banka nastavlja da posluje kao pravno samostalan subjekat.

Polazeći od pretpostavke da je poslovna aktivnost domaćih banaka i lokalnih supsidijara stranih banaka predominantno usmerena na domaću zemlju, tako i svi finansijski indikatori obračunati na osnovu njihovih finansijskih izveštaja, među kojima je i ROE, ukazuju na atraktivnost poslovanja na lokalnom bankarskom tržištu. Ako je ROE bankarskog sektora u jednoj zemlji visoka, onda je to signal da se na tom bankarskom tržištu može uspešnije obavljati bankarska delatnost¹⁶², što može potaknuti druge banke da pokrenu svoje poslovanje u takvim zemljama.

Jedna druga vrsta analize se može sprovesti pod uslovom da se raspolaze konsolidovanim bilansima banaka. Konsolidacija može da se izvrši na različitim nivoima, pri čemu je u svrhe obračuna ROE korisno izvršiti konsolidaciju na nivou bankarskih grupa.

Ona podrazumeva eliminaciju svih intragrupnih transakcija i bilansnih pozicija. Uticaj na obračun ROE je višestruk, jer sa jedne strane prihodi od kamata i neamatni prihodi/rashodi kamata i neamatni rashodi koji proističu iz transakcija članica grupe se ne uzimaju u obzir i ne ulaze u konsolidovani bilans uspeha, dok sa druge strane, nivo agregatno utvrđenog sopstvenog kapitala se umanjuje za sva međusobna učešća u kapitalu. Na taj način se i brojilac i imenilac izraza za ROE reduciraju, što za efekat ima sasvim drugačiji rezultat od onoga dobijenog na osnovu ROE obračunatog po osnovu nekonsolidovanog zajedničkog bilansa svih članica grupe.

ECB je u skorije vreme razvila statistiku konsolidovanih bankarskih izveštaja (*Consolidated Banking Data-CBD*)¹⁶³, koja u svemu zadovoljava stroga i delikatna pravila za sastavljanje konsolidovanih finansijskih izveštaja. Primarna upotreba ove statistike je u svrhe makroprudencijalne kontrole bankarskog sektora. Cilj ove kontrole jeste analiza i ocena finansijske stabilnosti pojedinačnih zemalja i grupe zemalja. Prilikom sprovođenja konsolidacije uzimaju se u obzir dve njene dimenzije:

¹⁶² Ono što važi za bankarski sektor u agregatu ne mora nužno da važi za pojedinačne banke. Visoka ROE može biti rezultat dva faktora: a.) visoke profitabilnosti ili b.) niskog nivoa sopstvenog kapitala. Kako se podaci na nivou bankarskog sektora agregiraju, niska kapitalna baza nekih banaka se kompenzuje visokom kapitalnom bazom drugih banaka, što daje realniju sliku o finansijskim performansama celog sektora.

¹⁶³ Prvo prikupljanje podataka je obavljeno u 2008. god. za podatke iz 2007. god.

1. geografska konsolidacija
2. sektorska konsolidacija

Geografska konsolidacija omogućava da se u konsolidovani finansijski izveštaj domaće bankarske grupe uključe, pored svih domaćih supsidijara, i supsidijari koji su osnovani i posluju u inostranstvu, kao i filijale koje posluju u inostranstvu. Prema tome, supsidijar nemačke banke koji posluje u Austriji, preciznije njegovi bilansi, će biti uredno uključen u konsolidovani izveštaj nemačke grupe. Ceo finansijski rezultat austrijskog supsidijara nemačke banke će biti pripisan nemačkoj grupi, što znači da će se pri obračunu i iskazivanju ROE po zemljama on voditi kao rezultat nemačkog, a ne austrijskog bankarskog sektora. Obzirom da je geografska konsolidacija prekograničnog karaktera, finansijski izveštaji verodostojnije i potpunije prikazuju finansijski položaj bankarske grupe. Kada se koriste konvencionalne nacionalne statistike, moguće je da određene bankarske grupe beleže dobre rezultate na svom domaćem tržištu, iz čega se može izvesti zaključak o njihovom odličnom finansijskom položaju. Međutim, kada bi se tim rezultatima dodali rezultati koje ostvaruju supsidijari i filijale u inostranstvu, koji su veoma nepovoljni, konačan zaključak o finansijskom položaju grupe bi se radikalno izmenio. Svakako, mogući su i obratni slučajevi u kojima se loši rezultati ostvareni na domaćem tržištu kompenzuju odličnim rezultatima supsidijara aktivnih na inostranim tržištima.

Sektorska konsolidacija podrazumeva da u sastavljanje konsolidovanog izveštaja bankarske grupe budu uključena društva iz finansijskog sektora u vlasništvu banaka koja po svom karakteru ne pripadaju bankarskim organizacijama, odnosno depozitnim institucijama. Iz sektorske konsolidacije su jedino isključene osiguravajuće kompanije, dok se preduzeća nefinansijskog karaktera uopšte ne razmatraju kao kandidati za nju. To znači npr. da bi svi investicioni fondovi koje su osnovale i kojima upravljaju banke trebalo da budu obuhvaćeni konsolidacijom¹⁶⁴.

¹⁶⁴ Sektorskom konsolidacijom bi bili obuhvaćeni i: a.) penzioni fondovi, b.) lizing kompanije, c.) finansijske kompanije, d.) posebne kompanije za upravljanje imovinom (*asset management corporations*), e.) brokersko-dilerska društva itd. Važno zajedničko obeležje ovih institucija je što one ne pripadaju podsektoru depozitnih institucija, posredovanja ili nude određene pomoćne i dopunske finansijske usluge.

Tabela 12: Stopa prinosa na sopstveni kapital prema nekonsolidovanim podacima

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Austrija	9.27%	11.33%	11.29%	6.91%	8.04%	11.14%	10.91%	14.74%	8.66%	-1.91%	/
Belgija	13.86%	18.16%	15.42%	11.56%	15.81%	13.63%	16.99%	23.91%	6.41%	-41.22%	-5.62%
Češka	-18.13%	0.08%	13.79%	16.60%	19.33%	16.04%	16.28%	/	/	/	/
Danska	14.17%	15.24%	16.53%	15.66%	17.02%	20.62%	20.41%	19.70%	16.26%	-2.77%	-6.45%
Estonija	9.02%	8.42%	18.77%	12.25%	15.07%	19.29%	19.41%	18.06%	26.91%	13.09%	-32.61%
Finska	16.45%	20.70%	25.12%	9.22%	14.32%	8.24%	9.42%	11.07%	15.26%	10.69%	8.61%
Francuska	10.78%	12.08%	12.74%	11.32%	11.01%	13.30%	14.29%	17.47%	9.27%	-3.37%	7.35%
Grčka	27.63%	19.21%	14.32%	9.81%	12.34%	12.86%	17.58%	16.30%	17.13%	4.99%	0.22%
Holandija	17.89%	17.32%	15.25%	11.64%	16.18%	18.56%	22.80%	17.43%	16.37%	-13.71%	-0.31%
Irska	18.05%	17.88%	12.29%	15.59%	15.20%	16.55%	17.18%	16.08%	15.27%	1.44%	-38.00%
Italija	13.87%	17.58%	13.96%	10.90%	10.09%	12.67%	11.81%	14.88%	12.03%	4.40%	3.88%
Luksemburg	14.59%	15.33%	14.12%	12.37%	12.81%	12.85%	14.26%	20.74%	13.14%	1.15%	/
Mađarska	5.15%	13.07%	15.46%	15.46%	17.56%	23.12%	24.10%	22.46%	17.70%	11.63%	/
Nemačka	9.23%	7.86%	5.08%	3.39%	-0.13%	3.29%	12.40%	9.39%	9.38%	-6.34%	-1.04%
Poljska	16.77%	16.79%	13.47%	8.04%	9.10%	15.06%	19.89%	22.01%	24.47%	17.53%	9.31%
Portugal	6.91%	8.84%	6.31%	5.38%	5.56%	4.94%	5.90%	7.75%	8.00%	3.56%	/
Slovačka	-28.60%	7.09%	11.91%	15.86%	21.84%	27.87%	30.92%	25.49%	20.39%	13.11%	7.23%
Slovenija	/	/	/	14.81%	14.92%	14.84%	14.29%	16.02%	16.27%	6.87%	2.07%
Španija	12.35%	11.02%	9.86%	9.34%	10.04%	8.97%	10.17%	13.65%	14.72%	8.76%	5.53%
Švedska	15.02%	18.89%	18.51%	10.05%	12.80%	25.53%	16.02%	26.05%	15.62%	11.88%	10.37%
Vel. Britanija	30.16%	21.49%	19.06%	17.65%	21.49%	22.70%	25.25%	23.63%	11.54%	-14.18%	/
Evrozona	11.90%	12.52%	10.82%	8.71%	8.43%	10.31%	13.18%	14.41%	11.51%	-1.74%	1.34%
SAD	21.16%	18.76%	17.82%	19.26%	20.59%	17.04%	17.43%	16.63%	10.81%	-0.16%	1.60%
Rusija	/	/	/	/	/	17.82%	19.85%	20.84%	18.08%	13.46%	5.47%
Švajcarska	18.90%	17.18%	10.39%	8.44%	11.57%	13.70%	19.52%	15.84%	7.72%	-19.71%	2.41%
Japan	6.64%	0.24%	-20.52%	-19.99%	3.43%	8.28%	15.89%	11.84%	9.76%	-4.48%	/

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu baze OECD Bank Profitability Database

CBD podaci su detaljniji u odnosu na regularnu MFI statistiku ECB-a¹⁶⁵. Oni obuhvataju bilansne i vanbilansne pozicije, ali takođe i pozicije bilansa uspeha, što je osnova za obračun ROE koja nije bila izvodiva na osnovu ranije dostupnih statistika ECB-a, zbog čega se koristila OECD-ova statistika. CBD podaci se odnose na sve članice EU, a ne samo njene starije članice, tako da pokrivaju i neke zemlje koje nisu bile pokrivene OECD-ovom statistikom. ROE obračunata na osnovu CBD podataka je data u tabeli 13.

Tabela 13: Stopa prinosa na sopstveni kapital prema konsolidovanim podacima

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Austrija		2.29%	1.19%	6.56%	1.22%	4.53%
Belgija	10.38%	-62.26%	-7.99%	10.81%	-3.24%	2.55%
Bugarska	14.15%	11.53%	8.72%	8.30%	4.66%	3.61%
Češka	14.62%	15.60%	14.45%	11.50%	8.49%	8.64%
Danska		-5.00%	-3.69%	1.75%	-0.06%	1.76%
Estonija		15.66%	-0.46%	7.51%	-4.03%	6.49%
Finska	11.52%	3.75%	6.22%	6.33%	6.10%	6.46%
Francuska	9.51%	2.22%	4.64%	8.33%	5.63%	3.38%
Grčka		13.31%	4.84%	-0.14%		-30.88%
Holandija		-12.53%	-0.43%	7.19%	7.34%	5.94%
Irska		6.94%	-68.76%	-165.01%	-15.46%	-27.21%
Italija	9.69%	4.91%	3.83%	3.77%	-14.32%	-1.19%
Kipar		13.40%	6.75%	6.20%	-133.42%	-178.65%
Letonija		-10.09%	-30.98%	-36.92%	2.80%	-1.25%
Litvanija	13.36%	6.87%	-9.41%	-6.61%	-4.08%	4.34%
Luksemburg		6.10%	-1.93%	5.28%	-16.31%	3.95%
Mađarska		19.23%	16.27%	3.66%	7.96%	7.40%
Malta	13.10%	6.27%	11.67%	12.06%	5.75%	14.09%
Nemačka		-11.38%	-2.68%	2.33%	2.30%	1.34%
Poljska	18.58%	16.96%	9.12%	12.52%	13.82%	11.65%
Portugal	13.82%	1.17%	4.23%	6.28%	-5.37%	-5.04%
Rumunija	23.02%	13.58%	5.06%	3.21%	6.43%	1.54%
Slovačka	6.72%	3.85%	6.71%	8.65%	-0.79%	5.72%
Slovenija	12.40%	4.17%	-0.06%	-5.43%	-16.86%	-28.26%
Španija		12.70%	9.23%	8.79%	0.24%	-25.52%
Švedska		12.29%	5.41%	10.26%	10.70%	9.67%
V. Britanija		-12.24%	-0.65%	4.83%	4.12%	1.87%
EU 27	10.02%	-2.78%	1.02%	3.90%	-0.78%	-1.55%

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka ECB-a

¹⁶⁵ Komparacija ove dve statistike je izložena u Borgioli, Gouveia i Labanca (2013).

Jasno se opažaju razlike između ovih statistika po zemljama i prethodno izloženih statistika. Npr. austrijski bankarski sektor je u 2008. god. zabeležio negativan finansijski rezultat prema tabeli 12. i negativan ROE, ali prema tabeli 13. ROE za austrijske banke je bio pozitivan. Pozitivna vrednost ROE se može pripisati uspehu sa kojim su supsidijari austrijskih banaka u istočnim i centralnoevropskim zemljama poslovali u dotičnoj godini, a zahvaljujući rezultatima supsidijara austrijske bankarske grupe su u zbiru poslovale pozitivno i u narednim godinama. Očigledna prednost CBD statistika u odnosu na OECD je u produženju vremenskog intervala, tako da su pokrivene sve godine zaključno sa 2012. god.

ROE iz tabele 13. se može posmatrati kao pouzdana mera profitabilnosti i prinostnog položaja domaćih banaka i bankarskih grupa koja uzima u obzir sve finansijske veze banaka i njihovih zavisnih supsidijara iz finansijskog sektora, kako u zemlji tako i u inostranstvu. Rezultat toga pristupa je sveobuhvatnija slika uspešnosti i održivosti poslovanja domaćih banaka i bankarskih grupa, koja je od suštinske važnosti za domaće regulatorne organe u čijoj se jurisdikciji te institucije nalaze. Ove statistike su važne za nosioce javne vlasti u širem smislu, među koje spada i vlada, jer ukazuju na veličinu potencijalnog troška, u smislu potrebnog kapitala, koji saniranje domaćih institucija može da izazove u uslovima krize.

Kompariranje podataka iz ove dve statistike može da pruži dodatne informacije o obeležjima bankarskih sistema i domaćih banaka. Jedna od tih komparacija se odnosi na ukupnu imovinu banaka. OECD-ova statistika pokriva imovinu svih banaka osnovanih po zakonu određene zemlje, u koje se ubrajaju čisto domaće banke i domaće banke sa stranim kapitalom, na nekonsolidovanoj bazi. CBD statistika omogućava i inkorporiranje domaćih banaka sa stranim kapitalom u analizu, pored sveobuhvatnih podataka o domaćim bankarskim grupama o kojima je bilo reči. Ova dopuna CBD statistike implicira da razlika između dve statistike, kada se radi o ukupnoj imovini, može da potiče samo od zavisnih finansijskih institucija domaćih banaka. Moguća su stoga dva ishoda: a.) ukupna imovina koju raportira CBD statistika je viša od OECD-ove i b.) ukupna imovina koju raportira CBD statistika je niža od OECD-ove.

Prvi ishod se sreće u tri situacije: a.) kada domaće banke imaju značajne supsidijare u stranim zemljama, b.) kada domaće banke imaju značajne domaće supsidijare koji ne obavljaju bankarsku delatnost, ali pripadaju finansijskom sektoru i c.) kada je vlasnička i upravljačka struktura u finansijskom sektoru zasnovana više na bankarskim i/ili finansijskim grupama nego na samostalnim pojedinačnim institucijama. Ravnoteža između ukupnih imovina se može uspostaviti kada domaće banke nemaju supsidijare u inostranstvu i kada nemaju vlasničke odnose sa drugim finansijskim institucijama u zemlji. Drugi ishod se realizuje kada su intragrupne transakcije toliko prisutne i materijalno uticajne da njihova eliminacija, prilikom konstrukcije konsolidovanih izveštaja, dovodi do pada imovine grupe koji se ne može kompenzovati na neki drugi način.

Po ugledu na komparaciju ukupne imovine banaka moguće je sprovesti i komparaciju kvantuma odobrenih kredita. Za očekivati je da u ovom slučaju CBD statistika kvantuma odobrenih kredita bude manja od OECD statistike zbog intragrupnih kredita, koji su eliminisani iz prve statistike. Međutim, efekat ovih intragrupnih kredita može biti više nego kompenzovan delovanjem značajnih supsidijara u stranim zemljama čija kreditna aktivnost je veoma razvijena. U tom slučaju bi CBD statistika prevazišla OECD-ovu. Iz ovoga proističe još jedna implikacija vezana za dublje raščlanavanje odobrenih kredita. Ako bi se fokus usmerio na međubankarske kredite onda bi neumitno CBD statistika bila niža od OECD statistike. Međubankarski krediti su bitni za funkcionisanje grupe, jer se putem njih pruža finansijska podrška supsidijarima u stranim zemljama. Tokovi likvidnosti u bankarskoj grupi bi trebalo da su vođeni principima lukrativnosti i solidarnosti. U prvom slučaju to znači preusmeravanje likvidnosti iz članica grupe koje njome raspolažu, ali ne mogu na nju da ostvare solidan prinos, ka onim članicama kojima nedostaju sredstva za plasman. U drugom slučaju se radi o internalizovanju problema nelikvidnosti neke članice grupe.

Konačno, pri analizi ROE po zemljama možemo ukazati na još jedan modus njegovog obračuna. On proishodi iz upravo razmatrane CBD statistike koja je dopunjena podacima o domaćim bankama sa stranim kapitalom. ROE obračunat na populaciji koju čine

domaće banke da domaćim kapitalom, zajedno sa svojim domaćim i inostranim supsidijarima, i domaće banke sa stranim kapitalom je dat u tabeli 14. za odabrane zemlje.

Tabela 14: Stopa prinosa na sopstveni kapital prema korigovanim konsolidovanim podacima

		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Austrija	dopunjena CBD		1.73%	2.79%	6.41%	1.47%	4.14%
	osnovna CBD		2.29%	1.19%	6.56%	1.22%	4.53%
Belgija	dopunjena CBD	10.52%	-44.82%	-2.36%	10.48%	1.36%	3.28%
	osnovna CBD	10.38%	-62.26%	-7.99%	10.81%	-3.24%	2.55%
Estonija	dopunjena CBD		15.98%	-48.54%	4.93%	25.52%	14.18%
	osnovna CBD		15.66%	-0.46%	7.51%	-4.03%	6.49%
Francuska	dopunjena CBD	9.77%	2.91%	4.68%	8.35%	5.59%	3.42%
	osnovna CBD	9.51%	2.22%	4.64%	8.33%	5.63%	3.38%
Irska	dopunjena CBD		0.42%	-36.13%	-65.22%	-11.12%	-14.57%
	osnovna CBD		6.94%	-68.76%	-165.01%	-15.46%	-27.21%
Italija	dopunjena CBD	9.20%	4.90%	3.97%	3.68%	-12.99%	-0.92%
	osnovna CBD	9.69%	4.91%	3.83%	3.77%	-14.32%	-1.19%
Mađarska	dopunjena CBD		15.06%	22.51%	0.13%	-12.11%	-5.02%
	osnovna CBD		19.23%	16.27%	3.66%	7.96%	7.40%
Nemačka	dopunjena CBD		-9.76%	-2.16%	1.88%	2.16%	1.10%
	osnovna CBD		-11.38%	-2.68%	2.33%	2.30%	1.34%
Slovenija	dopunjena CBD	11.49%	5.23%	1.14%	-3.14%	-11.10%	-19.26%
	osnovna CBD	12.40%	4.17%	-0.06%	-5.43%	-16.86%	-28.26%
Španija	dopunjena CBD		12.19%	8.87%	8.04%	-0.48%	-24.61%
	osnovna CBD		12.70%	9.23%	8.79%	0.24%	-25.52%

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka ECB-a

Razlike između ROE, obračunatim na bazi osnovne i dopunjene CBD statistike su male za određene zemlje. Među tim zemljama se izdvajaju Austrija, Francuska, Italija, Nemačka i Španija. Kod četiri najveće zemlje evrozone uspeh domaćih banaka sa stranim kapitalom ne utiče značajnije na ROE. Ovo se može objasniti na dva načina. Banke sa stranim kapitalom, u proseku, ne ostvaruju značajno bolje ili lošije rezultate od domaćih banaka i bankarskih grupa. Alternativno, ove banke nemaju značajnije tržišno učešće

zbog čega njihovi rezultati, bilo bolji ili lošiji od banaka sa domaćim kapitalom, ne utiču signifikantno na ukupan ROE.

Direktno poređenje ove dve statistike se može obrazložiti na primeru Austrije. Ako je ROE za populaciju banaka i bankarskih grupa sa domaćim kapitalom u 2012. god. iznosio 4,53%, a za širu populaciju 4,14% iz toga proizlazi da su dotične banke ostvarile više prinose u odnosu na domaće banke sa stranim kapitalom. U obratnom slučaju, banke sa stranim kapitalom bi se ocenile kao relativno uspešnije. U Austriji to se zbilo u 2009. i 2011. god.

Razlike među ovim statistikama ROE su posebno upečatljive kod pojedinih zemalja u pojedinim godinama. U 2008. god. u Belgiji je ROE po osnovnoj CBD statistici bio za skoro 20 procentnih poena manji nego po dopunjenoj statistici¹⁶⁶. Sličnu situaciju beležimo u Irskoj u 2009. i 2010. god, s tim što je u poslednjoj godini razlika između statistika iznosila rekordnih 100 procentnih poena. Irski bankarski sektor je prošao kroz najtežobnija vremena od svih zemalja članica EU. Za razliku od njih, u Estoniji u 2009. god. imamo situaciju da su banke sa stranim kapitalom drastično lošije poslovale od banaka sa domaćim kapitalom čime se teret izbijanja finansijske krize može prevaliti na prve banke. Kao delimična kompenzacija za loše poslovanje dotičnih banaka u 2009. god. može se navesti uspeh koji su postigle u 2011. i 2012. god. ostvarujući vanredan ROE.

Preostale dve zemlje za koje su date dve statistike su Mađarska i Slovenija. Slučaj Mađarske je specifičan po tome što su banke i bankarske grupe sa domaćim kapitalom tokom celog perioda poslovale sa pozitivnim ROE, dok ih banke sa stranim kapitalom nisu pratile u tome. Posebno loše za dotične banke bile su 2011. i 2012. god. Sa druge strane, kod Slovenije se može opaziti kontinuelno pogoršanje vrednosti ROE, bez znakova privremenih poboljšanja, u svim posmatranim godinama, s tom karakteristikom da su banke sa domaćim kapitalom u nepovoljnijoj situaciji u odnosu na banke sa stranim kapitalom, što se vidi iz veće negativne vrednosti njihovog ROE.

¹⁶⁶ U oba slučaja je ROE bio negativan, pa bolji ostvareni rezultat banaka sa stranim kapitalom treba shvatiti uslovno, i samo kao prost cifarski rezultat.

Ipak, zbog razumljivosti metodologije OECD-ove statistike, koja je konvencionalnija i usmerenija na bankarsko poslovanje i rezultate bankarske delatnosti, preostali indikatori će biti obračunati na osnovu nje.

2.4.2. Stopa prinosa na ukupnu imovinu

Stopa prinosa na ukupnu imovinu je druga, i u načelu sveobuhvatnija, mera profitabilnosti. Ova stopa prinosa se računa kao količnik dobitka pre oporezivanja i prosečne ukupne imovine preduzeća. Ova stopa može da se tumači na način da pokazuje koliko novčanih jedinica dobitka generiše jedna novčana jedinica ukupne imovine. Kod prosečnog preduzeća koje ne pripada bankarskom sektoru očekuje se da ova stopa stremi i prevazilazi dvocifrenu vrednost¹⁶⁷, dok je kod banaka ona višestruko manja. Konkretno prosečne vrednosti po zemljama date su u tabeli 15. Iz nje se opaža da ova stopa u starijim članicama EU u retkim slučajevima prelazi 1%, mada se izdvajaju zemlje u kojima je ova stopa konzistentno iznad tog nivoa. U EU u takve zemlje spadaju Estonija, Mađarska, Poljska i Slovenija, dok su u globalnim okvirima to Rusija i SAD. Rusija je rekorder po vrednosti ROA, pa je u 2006. zabeležena stopa od čak 3,26%.

Uprkos niskom ROA, stopa prinosa na sopstveni kapital u bankarskom sektoru je zadovoljavajuće visoka. Ovo ukazuje na snagu delovanja akcijskog multiplikatora (*equity multiplier*) koji je sastavni element u Du Pont-ovom modelu¹⁶⁸ za analizu performansi kompanija. Akcijski multiplikator se dobija kao količnik ukupne imovine i sopstvenog kapitala preduzeća, i zahvaljujući njemu se inicijalna ROA mnogostruko multiplikuje kako bi se izveo ROE. Komentarisana relacija se svodi na sledeću formu:

¹⁶⁷ Iz ugla banaka kao kreditora, ova stopa je važna jer se njenim upoređenjem sa cenom bankarskih izvora finansiranja vrši ocena opravdanosti kreditiranja korporativnog klijenta. U rasponu između ROA (npr. 14%) i aktivne kamatne stope (npr. 6%) formira se zona sigurnosti kreditora koja ih podstiče, ili demotiviše, na odobravanje novih kredita obzirom da je iskustveno gledano preduzeće efikasno angažovalo već raspoloživu imovinu na način da je ostvarilo prinos koji garantuje podmirenje kreditora i zaradu za vlasnike. Što je navedeni raspon manji, banke bi trebalo da su opreznije pri odobravanju novih kredita, a u slučaju da se preduzeće već kreditira, validan razlog za preispitivanje sigurnosti i naplativosti plasmana i aktiviranje posebnog režima praćenja poslovanja preduzeća.

¹⁶⁸ Detaljnije izlaganje Du Pont-ovog modela na primeru banaka pogledati u Živković, Marinković i Stankić (2012).

$$ROE = ROA \times EM$$

Ako pođemo od toga da se udeo sopstvenog kapitala u ukupnoj imovini kod banaka kreće, u proseku, između 5% i 8%, onda iz toga proističe vrednost akcijskog multiplikatora između 20 i 12,5¹⁶⁹, što je vanredno visoko.

U starim zemljama članicama EU¹⁷⁰ ROA od početka 2000-ih opada, tako da je sa 0,98% u 2000. god. pao na 0,79%¹⁷¹ u 2007. god. Sa druge strane, u novim članicama EU¹⁷² ROA u istom periodu raste sa 0,93% na 1,91%, potvrđujući rastuću lukrativnost bankarske delatnosti u dotičnim zemljama. Počev od 2008. god. ROA postaje u takvoj meri deformisan za većinu zemalja da svaka njegova interpretacija gubi na relevantnosti.

Niža i opadajuća ROA u starim zemljama članicama je rezultat dva faktora. Prvi se odnosi na saturaciju bankarskog tržišta, koja ukazuje na visok nivo zrelosti tržišta i iskorišćenost njegovih potencijala. Drugi faktor je vezan za intenzitet delovanja konkurencije na zrelim tržištima koji sužava prostor za ekstrakciju visokih profita. Sasvim obratno stanje zatičemo u novim članicama EU.

¹⁶⁹ Iskustveno je utvrđeno da je akcijski multiplikator banaka manje veličine sistematski niži nego kod velikih banaka. Ova zakonomernost proishodi iz činjenice da se velike banke više zadužuju na finansijskom tržištu u odnosu na manje kojima su takve mogućnosti skućene, zbog čega je udeo pozajmljenog kapitala u ukupnom veći, a samim tim i akcijski multiplikator.

¹⁷⁰ Austrija, Belgija, Danska, Finska, Francuska, Grčka, Holandija, Irska, Italija, Luksemburg, Nemačka, Portugal, Španija, Švedska i Velika Britanija.

¹⁷¹ U pitanju su neponderisani proseci.

¹⁷² Češka, Estonija, Mađarska, Poljska, Slovačka i Slovenija.

Tabela 15: Stopa prinosa na ukupnu imovinu

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Austrija	0.44%	0.51%	0.55%	0.33%	0.42%	0.59%	0.58%	0.89%	0.61%	-0.12%	/
Belgija	0.45%	0.65%	0.59%	0.44%	0.61%	0.45%	0.52%	0.80%	0.29%	-1.42%	-0.23%
Češka	-1.88%	0.01%	1.05%	1.79%	1.83%	/	/	/	/	/	/
Danska	0.86%	1.03%	1.12%	0.96%	1.03%	1.23%	1.27%	1.33%	1.05%	-0.14%	-0.35%
Estonija	1.50%	1.18%	2.69%	1.64%	1.90%	2.19%	1.97%	1.72%	2.60%	1.18%	-2.73%
Finska	1.09%	1.36%	2.92%	0.99%	1.60%	0.81%	0.93%	1.08%	1.27%	0.74%	0.54%
Francuska	0.47%	0.67%	0.59%	0.55%	0.57%	0.65%	0.61%	0.77%	0.39%	-0.14%	0.32%
Grčka	3.04%	1.96%	1.39%	0.67%	2.13%	0.65%	1.10%	1.19%	1.20%	0.28%	0.02%
Holandija	0.78%	0.75%	0.61%	0.44%	0.62%	0.69%	0.68%	0.60%	0.68%	-0.42%	-0.01%
Irska	1.37%	1.21%	0.87%	1.00%	0.84%	0.90%	0.81%	0.73%	0.67%	0.05%	-1.62%
Italija	1.01%	1.27%	0.99%	0.80%	0.73%	0.89%	0.89%	1.08%	1.02%	0.36%	0.32%
Japan	0.31%	0.01%	-0.77%	-0.66%	0.13%	0.35%	0.78%	0.62%	0.44%	-0.16%	/
Luksemburg	0.52%	0.56%	0.53%	0.50%	0.54%	0.55%	0.59%	0.79%	0.70%	0.05%	/
Mađarska	0.52%	1.31%	1.57%	1.67%	1.84%	2.33%	2.38%	2.18%	1.76%	1.05%	/
Nemačka	0.38%	0.32%	0.21%	0.15%	-0.01%	0.14%	0.51%	0.40%	0.40%	-0.29%	-0.05%
Poljska	1.49%	1.52%	1.29%	0.82%	0.94%	1.54%	1.94%	2.05%	2.27%	1.84%	1.01%
Portugal	0.80%	1.03%	0.78%	0.67%	0.70%	0.58%	0.66%	0.90%	0.88%	0.35%	/
Rusija	/	/	/	/	/	2.89%	3.20%	3.26%	3.03%	1.82%	0.73%
SAD	1.83%	1.68%	1.66%	1.84%	1.95%	1.79%	1.81%	1.80%	1.15%	-0.02%	0.17%
Slovačka	-3.88%	0.63%	1.05%	1.20%	1.17%	1.32%	1.23%	1.95%	1.61%	1.17%	0.70%
Slovenija	/	/	/	/	1.06%	1.03%	1.19%	1.25%	1.30%	0.57%	0.17%
Španija	0.96%	0.96%	0.86%	0.82%	0.86%	0.82%	0.87%	1.06%	1.12%	0.69%	0.46%
Švajcarska	0.90%	1.01%	0.63%	0.49%	0.68%	0.79%	1.10%	0.82%	0.36%	-0.95%	0.13%
Švedska	0.85%	1.12%	1.04%	0.54%	0.72%	1.83%	0.97%	1.59%	0.93%	0.65%	0.62%
V.Britanija	1.33%	1.23%	1.02%	0.87%	1.03%	0.94%	0.88%	0.92%	0.72%	-0.69%	/

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu baze OECD Bank Profitability Database

Ako se vratimo na relaciju koja povezuje ROA i ROE, dolazimo do nove opservacije kojom se povlači nova razlika između starih i novih članica EU. U starim članicama je vrednost akcijskog multiplikatora viša nego u novim. Na taj način su banke u starim članicama kontrabalansirale nižu vrednost ROA, kako bi po visini ROE držale korak sa novim članicama, u čemu su prema tabeli 12. i bile relativno uspešne. Niža vrednost akcijskog multiplikatora u novim članicama može da bude posledica delovanja tri faktora: a.) stvaranja potencijala za ekspanziju plasmana, b.) ispunjenja eksplicitnih regulatornih zahteva¹⁷³ i c.) višeg nivoa rizičnosti plasmana.

Casu, Girardone i Molyneux (2006) ističu da se svaki ROA preko 1% i svaki ROE preko 10% mogu smatrati zadovoljavajućim rezultatom na nivou pojedinačne banke. Prema tom kriterijumu, gledano na nivou nacionalnih bankarskih sistema, evropski bankarski sistemi se dobro kotiraju.

2.4.3. Neto kamatna margina

Treći indikator za ocenu performansi bankarskih sistema je neto kamatna margina. Ona se dobija kao količnik neto kamatnih prihoda (dobitka po osnovu kamata) i kamatonosne ili ukupne imovine banke¹⁷⁴. Neto kamatni prihod (*net interest income*) se definiše kao razlika prihoda od kamata i rashoda kamata. NIM kao indikator se fokusira na profitne efekte čiste finansijske intermedijacije. Polazeći od toga da je misija banke, kao finansijskog posrednika, da omogući cirkulaciju novca od finansijski suficitarnih do finansijski deficitarnih subjekata, NIM ukazuje na zaradu, iskazanu u procentima, koju

¹⁷³ Npr. propisana minimalna stopa adekvatnosti kapitala u našoj zemlji iznosi 12%, što je za 50% više u odnosu na minimalno propisani nivo adekvatnosti kapitala prema bazelskim standardima.

¹⁷⁴ Obzirom na ograničenje u raspoloživosti podacima o kamatonosnoj aktivi, u imeniocu pokazatelja figurira ukupna imovina, iako to nije optimalni način obračuna pokazatelja.

Tabela 16: Neto kamatna margina

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Austrija	1.22%	1.20%	1.23%	1.20%	1.17%	1.11%	1.00%	0.94%	0.88%	0.79%	/
Belgija	1.12%	1.01%	1.01%	1.00%	1.01%	0.91%	0.81%	0.73%	0.64%	0.71%	0.85%
Češka	2.54%	2.16%	1.96%	2.53%	2.41%	/	/	/	/	/	/
Danska	1.86%	1.81%	1.95%	1.70%	1.62%	1.46%	1.35%	1.15%	1.13%	1.19%	1.54%
Estonija	3.93%	3.71%	3.45%	3.19%	2.57%	2.15%	1.90%	2.12%	2.13%	1.92%	1.25%
Finska	1.80%	1.95%	1.79%	1.55%	1.47%	1.35%	1.31%	1.37%	1.36%	1.34%	0.97%
Francuska	0.80%	0.99%	0.80%	0.88%	0.90%	0.76%	0.66%	0.50%	0.38%	0.47%	0.61%
Grčka	2.70%	2.83%	2.68%	2.47%	6.65%	2.80%	2.80%	2.77%	2.49%	2.17%	1.86%
Holandija	1.70%	1.56%	1.47%	1.51%	1.51%	1.42%	1.20%	1.06%	0.94%	0.99%	1.06%
Irska	1.84%	1.58%	1.53%	1.45%	1.15%	1.10%	1.00%	0.94%	0.99%	0.98%	0.78%
Italija	2.25%	2.36%	2.59%	2.42%	2.23%	2.05%	1.98%	1.80%	1.73%	1.79%	1.41%
Japan	1.30%	1.22%	1.24%	1.25%	1.21%	1.16%	1.16%	1.11%	1.11%	1.10%	/
Luksemburg	0.60%	0.59%	0.65%	0.62%	0.63%	0.60%	0.53%	0.58%	0.92%	0.78%	/
Mađarska	4.09%	3.98%	4.03%	4.17%	3.93%	3.98%	3.89%	3.57%	3.23%	2.67%	/
Nemačka	1.48%	1.31%	1.28%	1.39%	1.34%	1.38%	1.36%	1.35%	1.30%	1.26%	1.32%
Poljska	4.04%	4.28%	3.43%	3.39%	3.15%	3.22%	3.30%	3.26%	3.30%	3.07%	2.52%
Portugal	2.05%	1.84%	1.87%	1.77%	1.64%	1.61%	1.65%	1.75%	1.77%	1.77%	/
Rusija	/	/	/	/	/	4.69%	5.11%	4.82%	4.50%	4.86%	4.43%
SAD	3.34%	3.29%	3.27%	3.36%	3.19%	3.05%	3.03%	2.94%	2.83%	2.71%	2.94%
Slovačka	1.67%	2.63%	2.66%	2.88%	3.05%	2.95%	2.25%	2.47%	2.57%	2.69%	2.94%
Slovenija	/	/	/	/	2.89%	2.64%	2.68%	2.37%	2.37%	2.31%	2.09%
Španija	2.23%	2.18%	2.45%	2.24%	2.11%	1.95%	1.64%	1.62%	1.65%	1.59%	1.63%
Švajcarska	1.08%	1.18%	1.17%	1.21%	1.19%	1.03%	1.06%	0.85%	0.82%	0.81%	0.76%
Švedska	1.33%	1.26%	1.23%	1.32%	1.33%	1.11%	0.90%	0.81%	0.91%	0.96%	1.01%
V.Britanija	2.03%	1.84%	1.74%	1.73%	1.66%	1.39%	1.22%	1.15%	0.96%	0.90%	/

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu baze OECD Bank Profitability Database

banka ostvaruje po osnovu obavljanja poslova privlačenja izvora finansiranja i njihovog usmeravanja u finansijske plasmane.

U užem smislu, može se govoriti o meri profitabilnosti izvornih depozitno-kreditnih operacija banke.

Visoka NIM ukazuje prevashodno na veliki raspon između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, odnosno cene plasmana i izvora finansiranja. Ovakav raspon korespondira sa niskim stepenom konkurencije na tržištu¹⁷⁵ ili, pak, sa specifičnom situacijom u kojoj postoji snažna tražnja za kreditima, koja je osnova za održavanje aktivnih kamatnih stopa na visokom nivou, a same banke se kod sopstvenog finansiranja više oslanjaju na povoljnije izvore finansiranja stranog porekla, zbog čega su manje zavisne od relativno skupljih domaćih izvora. Ova specifična situacija je svojstvena većini novih zemalja članica EU u kojima su strane banke zauzele jake pozicije na njihovim tržištima i koje preusmeravaju jeftinije izvore finansiranja, prikupljene na njima matičnim tržištima, u svoje lokalne supsidijare.

U tabeli 16. dat je pregled NIM po zemljama. Podela na stare i nove članice EU i u ovom slučaju može biti instruktivna. U 2000. god. prosečna NIM kod starih članica je iznosila 1,62%, dok je u novim članicama iznosila 3,35%. Ovaj relativan odnos između NIM u starim i novim članicama je zadržan i u narednim godinama, pa se na osnovu toga može zaključiti da je čista finansijska intermedijacija dva puta profitabilnija u novim u odnosu na stare članice. Ipak, tokom godina dolazi do promena u nivou NIM, pa je u 2007. god. ona iznosila 1,2% u starim i 2,72% u novim članicama. Premda se relativna razlika održala, pad NIM u nivou u obe grupe zemalja, koji se opaža i u ranijim godinama, ukazuje da se banke moraju orijentisati na nove izvore prihoda, jer čista finansijska intermedijacija više ne pruža stabilnu bazu za održivost poslovanja. Međutim, u 2008. i 2009. god. NIM u starim članicama ostaje nepromenjen u odnosu na 2007. god. što može biti indicija da pad NIM-a ima svoju granicu koja se nalazi negde oko nivoa od 1,2%. Iz

¹⁷⁵ Izražena konkurencija na tržištu podrazumeva pritisak nadole na nivo aktivnih kamatnih stopa i pritisak nagore na nivo pasivnih kamatnih stopa. Ukoliko je iz bilo kog razloga, strukturnog ili vanrednog, intenzitet konkurencije nizak navedeni pritisak na kretanje kamatnih stopa banaka će izostati.

te perspektive posmatrano, za očekivati je da NIM u novim članicama postepeno opada do tog nivoa, a u 2009. god. NIM je u ovim zemljama iznosio 2,2%.

Ako se poređenje proširi na druge zemlje, onda se može primetiti da je čista finansijska intermedijacija za banke u Rusiji i SAD isplativija nego za evropske banke, dok je u Švajcarskoj i Japanu manje isplativa.

2.4.4. Racio nekamatnih poslovnih troškova i zbira neto kamatnih i nekamatnih prihoda

Zaključnu tačku na poređenje performansi bankarskih sistema stavlja analiza racia nekamatnih poslovnih troškova¹⁷⁶ i zbira neto kamatnih i nekamatnih prihoda. U nekamatne poslovne troškove se ubrajaju troškovi zaposlenih u banci, kao što su troškovi zarada i naknada zarada i slični troškovi povezani sa beneficijama koje uživaju zaposleni¹⁷⁷, i troškovi povezani sa osnovnim sredstvima, kao što su troškovi amortizacije i vanrednih otpisa vrednosti osnovnih sredstava, kao i troškovi materijala i druge opreme. Postojanje ovih troškova je preduslov obavljanja poslovnih aktivnosti banke, pa se oni mogu posmatrati i kao troškovi proizvodnih inputa¹⁷⁸.

¹⁷⁶ U engleskoj literaturi se sreću dva termina za ove troškove: a.) *overhead costs* i b.) *operating expenses*.

¹⁷⁷ Među njima se izdvajaju troškovi ulaganja u obrazovanje zaposlenih i participacije u plaćanju zdravstvenih usluga zaposlenih.

¹⁷⁸ U teoriji, razvijeni su različiti modeli proizvodnih funkcija za banke. Oni su prepoznatljivi kako po varirajućim merama inputa tako i outputa. Jedno od kontroverznih pitanja je tretman depozita. Oni mogu da budu tretirani kao input, u smislu da se ukupni troškovi banke sastoje od troškova rada, fizičkog kapitala i kamata, ali i kao output, u smislu da banka "proizvodi" depozitne i kreditne usluge koje se izražavaju brojem obavljenih transakcija na depozitnim računima i novih kreditnih partija u određenom vremenskom periodu, odnosno ukupnim brojem servisiranih depozitnih računa i kreditnih partija. U osnovi, radi se o "sudaru perspektiva". Iz perspektive same banke depoziti su input bez kojeg ne može biti ostvaren profit koji generiše kamatonosna aktiva, stoga se radi o procesu transformacije depozita u kamatonosnu aktivu koji podražava redovan proizvodni proces preduzeća iz realnog sektora. Iz perspektive klijenta, depozit je proizvod (output banke) koji se kupuje polaganjem novca u banku i on donosi vrednost zahvaljujući uslugama plaćanja, evidenciji obavljenih plaćanja/transakcija i zaštiti novca od krađe. Više o proizvodnim funkcijama banaka može se naći u Heffernan (2005). Sa druge strane, Matthews i Thompson (2005) navode sledeće mere outputa banaka: a.) broj računa, b.) broj transakcija, c.) prosečan saldo na računima, d.) ukupna imovina po zaposlenom, e.) prosečan broj zaposlenih po poslovnoj jedinici (*branch*), f.) ukupna imovina po poslovnoj jedinici, g.) ukupan iznos depozita ili kredita i h.) ukupni prihodi (kamatni i nekamatni).

Zbir neto kamatnih i nekamatnih prihoda izražava neto finansijski efekat angažovanja proizvodnih faktora banke, koji kompariran sa nekamatnim poslovnim troškovima izražava efikasnost funkcionisanja banke. Što je niža vrednost CI racia, to se banka može oceniti kao efikasnija, jer je sa relativno skromnijim upošljavanjem proizvodnih faktora uspela ostvariti uzoran finansijski rezultat.

Po prirodi stvari i ovde se nameće komparacija na nivou EU između dve grupe zemalja, starih i novih članica, odnosno zapadnih i istočnih članica za koje su raspoloživi podaci.

Zapadne članice EU su pokazivale veću efikasnost, prema CI indikatoru, u odnosu na istočne članice u dužem vremenskom kontinuitetu. Međutim, sa nivoa od 10 procentnih poena u 2000. god. razlika u prosečnoj vrednosti CI indikatora u dve grupe zemalja se svela na svega 2 procentna poena u 2006. god, da bi u 2007. god. prvi put istočne članice nadmašile po efikasnosti zapadne. U naredne dve godine, iz razumljivih razloga, vrednosti CI indikatora rastu, čime se okreće trend koji je karakterisao veći deo 2000-tih, ali su istočne članice i dalje u prednosti u odnosu na zapadne prema ovom indikatoru.

Kretanje CI indikatora u istočnim članicama se može tumačiti kao izraz uspeha dubljih reformi i transformacija njihovih bankarskih sistema. Dok su krajem 1990-ih i početkom 2000-ih ove zemlje imale prekomerno radno intenzivan bankarski sektor, stanje se fundamentalno menja od sredine 2000-ih, kada njihov prosečan CI pada ispod 60%, nivoa oko koga je u uskim granicama oscilirao prosečan CI zapadnih članica. Relativno viši CI u istočnim zemljama u ranijem periodu je bio jedan od razloga zbog kojih se relativno visok NIM u njima nije intenzivnije prelio na ROA.

Tabela 17: Racio nekamatnih poslovnih troškova i zbiru neto kamatnih i nekamatnih prihoda

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Austrija	68.98%	66.88%	67.56%	69.99%	68.80%	67.26%	63.67%	64.71%	59.39%	55.08%	/
Belgija	66.13%	60.90%	62.60%	67.17%	60.94%	66.65%	63.70%	51.37%	62.74%	2342.47%	82.59%
Češka	103.87%	104.54%	75.13%	72.54%	86.41%	78.47%	/	/	/	/	/
Danska	62.07%	59.54%	53.06%	54.33%	51.53%	50.01%	48.14%	46.41%	50.29%	62.64%	53.15%
Estonija	67.82%	67.37%	55.43%	63.60%	55.23%	47.35%	47.97%	48.71%	37.63%	44.18%	62.97%
Finska	61.90%	53.15%	34.85%	58.23%	48.63%	57.67%	48.60%	43.05%	39.56%	48.76%	54.14%
Francuska	67.62%	66.01%	62.12%	64.75%	64.00%	63.46%	65.51%	58.02%	68.76%	95.52%	62.39%
Grčka	41.61%	53.28%	58.40%	68.15%	62.67%	65.60%	54.85%	52.29%	52.65%	59.98%	57.44%
Holandija	67.88%	70.36%	69.61%	70.75%	67.03%	67.38%	66.58%	67.49%	62.54%	97.23%	69.06%
Irska	51.67%	50.13%	55.68%	51.17%	50.73%	49.62%	46.61%	47.54%	47.97%	47.58%	38.68%
Italija	60.71%	56.01%	55.37%	59.87%	61.01%	60.63%	59.88%	57.09%	58.04%	64.42%	63.21%
Japan	60.09%	71.67%	124.65%	134.06%	65.91%	65.07%	49.67%	54.45%	63.20%	95.25%	/
Luksemburg	46.04%	45.07%	46.71%	39.84%	41.22%	42.71%	41.68%	34.78%	39.31%	43.28%	/
Mađarska	79.81%	75.05%	66.39%	65.27%	60.27%	53.63%	52.93%	50.51%	54.85%	60.55%	/
Nemačka	72.81%	71.35%	75.39%	72.58%	75.23%	75.90%	65.96%	67.72%	69.61%	81.36%	75.59%
Poljska	63.22%	62.33%	61.56%	63.83%	68.26%	65.11%	61.36%	59.04%	56.59%	55.56%	55.20%
Portugal	58.51%	59.11%	57.09%	61.47%	53.92%	54.93%	59.70%	54.67%	54.73%	54.21%	/
Rusija	/	/	/	/	/	61.31%	57.81%	59.80%	59.29%	65.30%	54.02%
SAD	60.84%	61.44%	59.38%	56.79%	57.28%	59.49%	59.02%	59.00%	63.61%	72.07%	61.37%
Slovačka	109.50%	100.26%	105.08%	81.73%	85.85%	80.48%	78.01%	58.73%	62.81%	55.09%	59.20%
Slovenija	/	/	/	61.03%	63.46%	62.33%	59.38%	58.79%	55.21%	59.45%	56.92%
Španija	63.10%	61.02%	55.53%	56.66%	54.30%	57.87%	51.91%	44.22%	41.91%	43.09%	41.36%
Švajcarska	55.01%	55.94%	60.02%	58.91%	60.67%	60.49%	53.68%	59.69%	63.00%	81.41%	76.03%
Švedska	73.93%	67.37%	65.92%	71.40%	64.73%	58.18%	65.22%	46.39%	58.79%	58.30%	57.65%
V.Britanija	54.56%	55.54%	59.12%	62.62%	59.16%	63.96%	60.92%	57.77%	54.93%	109.37%	/
Zapad EU	61.17%	59.71%	58.60%	61.93%	58.93%	60.12%	57.53%	52.90%	54.75%	65.77%	59.57%
Istok EU	84.85%	81.91%	72.72%	68.00%	69.91%	64.56%	59.93%	55.16%	53.42%	54.97%	58.57%

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu baze OECD Bank Profitability Database

Informativnu vrednost CI indikatoru može da popravi racio nekamatnih poslovnih troškova i ukupne imovine. Npr. ako se posmatra slučaj Nemačke i vrednost njenog CI indikatora stiče se utisak da je njen bankarski sektor natprosečno neefikasan. Međutim, ako bi se pažnja fokusirala na novopredloženi racio, uvidelo bi se da je njegova prosečna vrednost u intervalu 2000-2007. god. svega 1,32%, što je peta najniža vrednost u celom uzorku, dok je neponderisani prosek 1,89%, na osnovu čega se može konstatovati da nemačke banke nisu prekomerno opterećene relativnim nivoom troškova u odnosu na bilansnu sumu kojom upravljaju.

Drugačije gledano, ključni razlog za visoku vrednost CI indikatora nemačkog bankarskog sektora je skroman nivo prihoda, i to prvenstveno nekamatnog karaktera, dok je po pitanju prihoda kamatnog karaktera situacija nešto povoljnija. Sa druge strane, najvišu prosečnu vrednost drugog racija beleži Poljska sa vrednošću 3,76%, što je u suštini suprotnosti sa povoljnim utiskom koji ostavlja njen CI indikator. Ipak, ako se pogleda prosečan udeo njenih neto kamatnih i nekamatnih prihoda u ukupnoj aktivnosti, koji iznose 3,42% i 2,63% respektivno, jasno se markira uzrok povoljnog CI indikatora. Iz ovoga proizilazi da visoki prihodi po pravilu bivaju praćeni visokim troškovima. Ova zakonomernost je potvrđena i na primerima Estonije, Grčke, Mađarske, Slovačke i Slovenije, a u nešto manjoj meri i Italije.

Tabela 18. nudi sveobuhvatan pregled prosečnih udela neto kamatnih prihoda (NIM), neto nekamatnih prihoda i nekamatnih poslovnih troškova u ukupnoj aktivnosti bankarskog sektora za period 2000-2007. god. po odabranim zemljama. U poslednjem redu tabele dat je neponderisani prosek dotičnih udela. Ako se uporede proseci udela neto kamatnih prihoda i nekamatnih poslovnih troškova stiče se utisak da čista finansijska intermedijacija nije u novije vreme dovoljna ni da pokrije troškove proizvodnih faktora banke, što nije bio slučaj u ranijem periodu. Iz toga dalje proizilazi da banke profitiraju iz provizija i naknada koje naplaćuju, kao i iz dobitka po osnovu prodaje hartija od vrednosti, kako onih raspoloživih za dalju prodaju i onih koje se drže do dospeća, tako i onih koje se u bilansu vode po fer tržišnoj vrednosti. U proseku, međutim, neto nekamatni prihodi još uvek ne prevlađuju u odnosu na neto kamatne prihode, iako se u

vremenu može primetiti tendencija uspostavljanja nove ravnoteže između ove dve vrste prihoda u kojoj ponder značaja neto nekamatnih prihoda raste. Kao specijalne slučajeve možemo izdvojiti Austriju, Francusku, Švedsku i Veliku Britaniju u kojima navedeni prihodi već premašuju neto kamatne prihode.

Tabela 18: Udeli neto kamatnih prihoda, neto nekamatnih prihoda i nekamatnih poslovnih troškova u ukupnoj aktivi bankarskog sektora

	Neto kamatni prihod	Neto nekamatni prihod	Nekamatni poslovni troškovi
Austrija	1.09	1.20	1.52
Belgija	0.89	0.76	1.02
Danska	1.52	1.22	1.42
Estonija	2.65	2.19	2.62
Finska	1.52	1.26	1.31
Francuska	0.73	1.28	1.29
Grčka	3.19	1.36	2.67
Holandija	1.33	1.10	1.65
Irska	1.22	0.71	0.97
Italija	2.15	1.05	1.87
Luksemburg	0.64	0.61	0.52
Mađarska	3.85	1.53	3.21
Nemačka	1.34	0.50	1.32
Poljska	3.42	2.63	3.76
Portugal	1.74	1.05	1.59
Slovačka	2.68	1.61	3.50
Slovenija	2.59	1.84	2.66
Španija	1.98	0.97	1.58
Švedska	1.11	1.40	1.55
V.Britanija	1.46	1.49	1.76
Prosek	1.86	1.29	1.89

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu baze OECD Bank Profitability Database

Promena relativnog odnosa neto kamatnih prihoda, neto prihoda od provizija i naknada i ostalih nekamatnih prihoda u ukupnoj strukturi prihoda u vremenu za sedam zemalja EU sa razvijenim finansijskim i bankarskim sistemom je data na slici 16. Ukupan vremenski period je podeljen na dva četvorogodišnja potperioda: a.) 2000-2003 i b.) 2004-2007; za koja su obračunata prosečna učešća tri vrste prihoda u ukupnim prihodima.

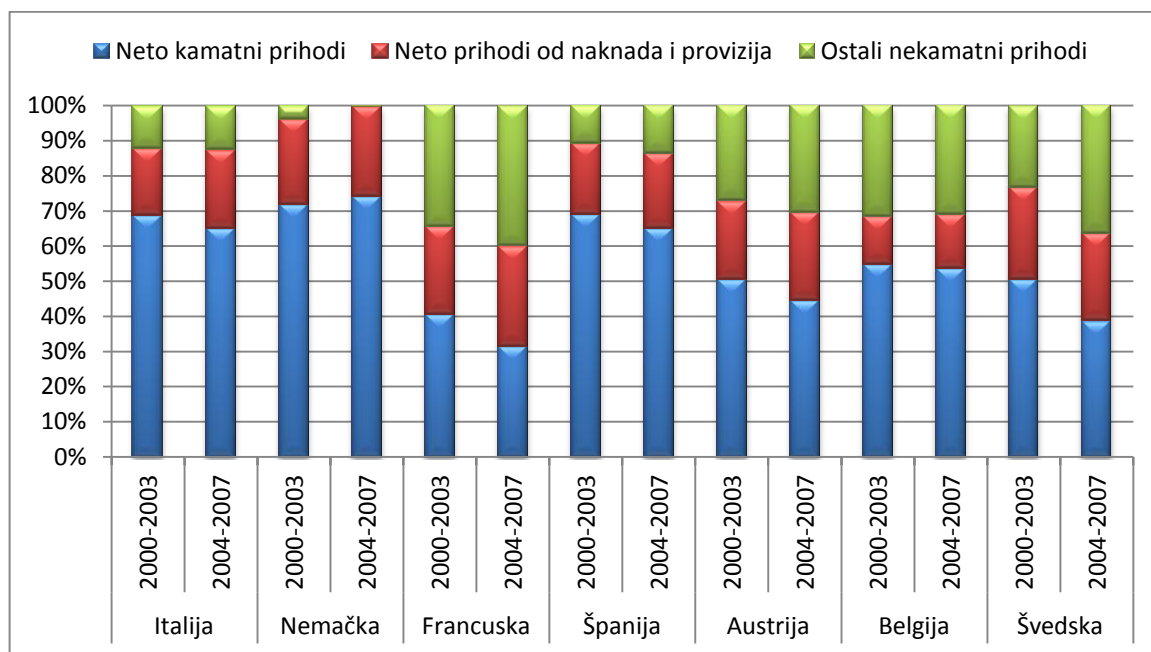
U svim zemljama, izuzev Nemačke, zabeležen je pad učešća neto kamatnih prihoda. Ono po čemu se Nemačka izdvaja u odnosu na druge zemlje je što u drugom podperiodu nije zabeležila pozitivnu vrednost ostalih nekamatnih prihoda, zbog čega joj je struktura prihoda postala delimično deformisana i sačinjena samo od neto kamatnih prihoda i neto prihoda od naknada i provizija. Ova struktura odražava i konzervativnost nemačkog bankarstva, ali i osobenost njegove tržišne strukture iz koje proističe veoma mali tržišni uticaj najvećih nemačkih banaka iz kojeg proishodi predominacija malih banaka/štedionica koje se u svom poslovanju pretežno oslanjaju na tradicionalne poslove i izvore prihoda. U relativno konzervativne bankarske sisteme, sudeći po strukturi prihoda, mogu da se ubroje još i italijanski i španski, premda su kod njih određene promene uočljive.

Zapažen je i slučaj Francuske koja se izdvojila po veoma visokom učešću ostalih nekamatnih prihoda, koji su sami za sebe postali vodeći oblik prihoda za banke. Oni su posledica razvoja delatnosti investicionog bankarstva u francuskim bankama i značajne aktivnosti na deviznim tržištima. Po osnovu delatnosti investicionog bankarstva i nastupanja u ulozi pokrovitelja emisija hartija od vrednosti, vodeće francuske banke su zabeležile značajne prihode po osnovu prodaje hartija od vrednosti, dok im je aktivnost na deviznim tržištima donela prihode po osnovu kursnih razlika.

U tom kontekstu, pored antagonizma između neto kamatnih i nekamatnih prihoda, razvija se i suparništvo unutar neto nekamatnih prihoda između prihoda od naknada i provizija i ostalih nekamatnih prihoda. Krajnji ishod determiniše sa jedne strane tržišna struktura nacionalnih bankarskih tržišta, a sa druge strane dominantan poslovni model na osnovu kojeg su organizovane same banke.

Poslednja epizoda u razvoju evropskog bankarstva je dovela do opšteg pada profitabilnosti i distorzija u sagledavanju prethodno jasno izraženih trendova u strukturi prihoda banaka i oceni njihovog budućeg razvoja. U slučaju prevage poslovnih modela koji vraćaju banke njihovim korenima, može se očekivati stagnacija ili blagi rast udela neto kamatnih prihoda. U drugom slučaju u kojem banke, zbog pritisaka i promena u

finansijskom sistemu koji dolaze od drugih finansijskih posrednika, ne uspeju da povrate profitabilnost tradicionalnih depozitno-kreditnih operacija, neće imati drugog izlaza do da nastave predašnji trend jačanja neto nekamatnih prihoda.



Slika 16: Promena relativnog odnosa neto kamatnih prihoda, neto prihoda od provizija i naknada i ostalih nekamatnih prihoda u ukupnoj strukturi prihoda bankarskog sektora

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu baze OECD Bank Profitability Database

2.5. Izazovi promena u okruženju

Iz prethodne tačke rada, u kojoj su razmatrane bankarske performanse, proishodi da banke u savremenim okolnostima u svom poslovanju čine otklon u odnosu na preovlađujući model organizacije poslovanja iz druge polovine XX veka. Jedan od važnih procesa, opažen još tokom 1980-ih godina, je dezintermedijacija. Ona dovodi do gašenja tradicionalnih depozitno-kreditnih operacija banke. Prema užem tumačenju, disintermedijacija je proces zaobilazjenja banaka kao finansijskih posrednika, što obuhvata neposredno zaključivanje finansijskih transakcija između finansijski suficitarnih i finansijski deficitarnih subjekata. Dezintermedijacija u užem tumačenju nije proces koji vodi fundamentalno novom ishodu, već reverziju ka inicijalnom načinu realizacije tokova

finansijskih resursa između dotičnih subjekata, koji je karakterisao stanje stvarnosti u kojem banke i drugi finansijski posrednici nisu postojali. Prema širem tumačenju, ovaj proces obuhvata supstituciju bankarske intermedijacije intermedijacijom drugih finansijskih posrednika, kao što su osiguravajuće kompanije, investicioni fondovi i penzioni fondovi.

Bez obzira na odabrano tumačenje intermedijacije, njeni krajnji efekti obuhvataju preusmeravanje banaka sa depozitno-kreditnih operacija na pružanje investicionih saveta, obezbeđenje tržišne likvidnosti, poslove pokroviteljstva emisija hartija od vrednosti i bliske usluge povezane sa tržištom kapitala koji bankama donose nekamatne oblike prihoda.

Disintermedijacija se manifestuje kako u bilansima tradicionalnih deponenata banaka, domaćinstava, tako i u bilansima tradicionalnih dužnika, nefinansijskih preduzeća.

2.5.1. Struktura finansijske imovine domaćinstava

Rezultat jedinstvene monetarne politike EU, kao i kompletnog procesa uvođenja zajedničke valute razgraničenog na tri faze, jeste dugoročni trend pada kamatnih stopa i ulaska u zonu niskih kamatnih stopa u apsolutnom izrazu. Relativno niske pasivne kamatne stope banaka delovale su destimulišuće na domaćinstva, ovde se u vidu imaju prvenstveno štedni i oročeni depoziti, koja su u potrazi za višim prinosima naginjala ka alternativnim oblicima intermedijacije.

Babeau i Sbrana (2002) su sproveli sistematičnu analizu promena u strukturi finansijske imovine domaćinstava na nivou OECD zemalja za period do 2000. god. Finansijska imovina je razvrstana na 5 osnovnih kategorija: a.) akcije i ulaganja u investicione fondove, b.) bankarski depoziti, c.) obveznice i druge dužničke HoV, d.) polise osiguravajućih kompanije i penzionih fondova i e.) ostalo. U svim zemljama je zabeležen pad udela bankarskih depozita u ukupnoj finansijskoj imovini, s tim da se u EU po tome posebno ističu Italija i Španija. Drugo zapažanje do kojeg su oni došli se odnosi na pad

udela obveznica i drugih dužničkih HoV, koji su oni protumačili kao posledicu napora koje su uložile vlade zemalja EU kako bi popravile stanje javnih finansija pre početka funkcionisanja monetarne unije, zbog čega je izostala emisija novih obveznica. Kontraefekat pada udela ova dve kategorije finansijske imovine je rast udela druge dve kategorije: akcija i ulaganja u investicione fondove i polisa osiguravajućih kompanija i penzionih fondova. Udeo akcija i ulaganja u investicione fondove je, u relativnom izrazu, značajno porastao, u Italiji je dupliran, dok je Francuskoj i Španiji porastao za preko 60%.

Najveći dispariteti u udelima među zemljama EU se uočavaju kod obveznica i drugih dužničkih HoV i ulaganja u, konkretno, penzione fondove. Udeli obveznica su visoki u Italiji i Nemačkoj, a skromni u ostalim zemljama, dok su udeli investicija u penzione fondove visoki u Holandiji i Velikoj Britaniji, a skromni u ostalim zemljama. Ulaganja u penzione fondove su rezultat karaktera penzionog sistema.

Penzijski fondovi se mogu finansirati iz dohotka zaposlenih kojim se odmah isplaćuju penzije (distributivni princip), ili iz ušteda zaposlenih u toku radnog veka. Sa stanovišta njihovog uticaja na finansijska tržišta, relevantni su fondovi zasnovani na principu kapitalizacije, a ne distributivni¹⁷⁹. Penzioni fondovi zasnovani na distributivnom principu su, po pravilu, u državnom vlasništvu. Sredstva za isplatu osiguranika se alimentiraju iz tekućih doprinosa radno aktivnog stanovništva, kao i iz tekućih poreskih prihoda države. Zbog načina obezbeđivanja sredstava za isplatu osiguranika poznati su i kao "*pay-as-you-go*" penzioni sistemi. Sa druge strane, fondovi zasnovani na principu kapitalizacije su predominantno u privatnom vlasništvu. U Evropi ovakvi fondovi dominiraju u Velikoj Britaniji, Holandiji i Švajcarskoj, dok su u razvijenim zemljama dominantni u SAD-u, Japanu, Kanadi i Australiji. Državni penzioni fondovi preovlađuju u Nemačkoj, Francuskoj i Italiji, zemljama koje se ističu po trivijalnom udelu ulaganja u penzione fondova u finansijskoj imovini. Izniman je slučaj Švedske koja ima državni penzioni fond koji funkcioniše na principu kapitalizacije.

¹⁷⁹ Šoškić i Živković (2007).

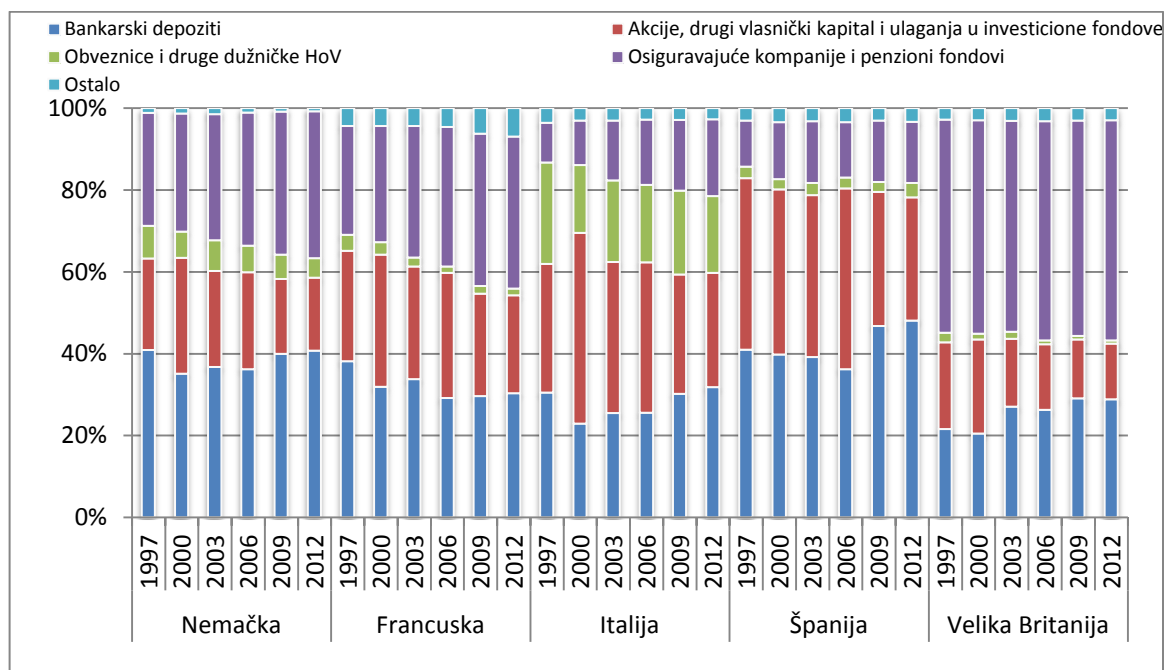
Ulaganja u penzione fondove su ujedno zabeležila najmanju prosečnu promenu svog udela u strukturi finansijske imovine prema studiji Babeau i Sbanu (2002), unutar vremenskog okvira koji su oni razmatrali. Karakter penzionog sistema se izdvojio kao njegova ključna determinanta. Sisteme bazirane na distributivnom principu odlikuje nizak udeo finansijske imovine investiran u penzione fondove, dok u sistemima baziranim na principu kapitalizacije investicije u ove fondove zauzimaju prvo ili drugo mesto po visini udela u strukturi finansijske imovine.

Sumaran zaključak studije je da struktura finansijske imovine domaćinstava u zemljama EU početkom XXI veka značajno varira, a sa njom i uslovi okruženja banaka stacioniranih u različitim zemljama. Ulaganja u vlasničke hartije od vrednosti, koje se drže direktno ili indirektno preko ulaganja u investicione fondove, osiguravajuće kompanije i penzione fondove; preovlađuju u zemljama kao što su Velika Britanija i Holandija. U onim zemljama konzervativnije finansijske strukture i slabije razvijenih i manje brojnih nedepozitnih finansijskih institucija, kao i penzionih sistema ustrojenih prema distributivnom principu, preovlađuju holdinzi bankarskih depozita zajedno sa obveznicama i drugim dužničkih hartijama od vrednosti. Nemačka i Italija, a u manjoj meri i Španija i Francuska, se ubrajaju među njih.

Analiza promena u strukturi finansijske imovine domaćinstava u EU po zemljama u skorije vreme može da se sprovede na osnovu podataka EUROSTAT-a.

Slika 17. prikazuje promene u dotičnoj strukturi u petnaestogodišnjem periodu u pet najvećih zemalja EU. Početak perioda potvrđuje nalaze Babeau-Sbanu studije o padu relativnog značaja bankarskih depozita i obveznica. Konzistentan pad značaja u 2000-im se nedvosmisleno opaža u svim ovim zemljama kod obveznica, dok se položaj bankarskih depozita donekle menja. Blagi zaokret se opaža u 2003. god. u kojoj raste, u svim zemljama izuzev Španije, njihov udeo. Ipak, ako se posmatra apsolutni iznos bankarskih depozita u ovim zemljama u odnosu na 2000. god. on se veoma blago promenio na više, pa je osnovni razlog rasta njihovog udela pad apsolutnog iznosa kojeg su domaćinstva

investirala u akcije i investicione fondove¹⁸⁰. Iz toga proističe da je znatnije popunjavanje finansijskog potencijala banaka novim depozitima domaćinstava izostalo i da banke nisu došle u poziciju da obnove tradicionalne depozitno-kreditne operacije.



Slika 17: Promene u strukturi finansijske imovine domaćinstava u najvećim zemljama EU

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka EUROSTAT-a

Nakon privremenog raskida sa trendom pada udela bankarskih depozita u 2003. god, u 2006. god. se trend nastavlja i verovatno bi nastavio da se manifestuje i dalje da nije izbila finansijska kriza koja je, kao i pucanje mehura početkom 2000-ih, depresirala vrednost akcija. Po istom, već komentarisanom obrascu, udeo bankarskih depozita je skočio, a da rast njihovog apsolutnog nivoa nije bio preterano izražen, pri čemu je u 2008. god. ovaj fenomen došao do punog izražaja. Kraj perioda karakterišu udeli bankarskih depozita od oko 30% u Francuskoj, Italiji i Velikoj Britaniji¹⁸¹.

U Nemačkoj i Španiji udeli bankarskih depozita u 2012. god. su 40% i 48%, respektivno. Pri tome apsolutna vrednost depozita domaćinstava u Španiji je virtuelno konstantna u

¹⁸⁰ Ovaj pad je rezultat pucanja mehura na finansijskim tržištima povezanog sa precenjenošću akcija kompanija iz informatičkog sektora.

¹⁸¹ Suma depozita domaćinstava u Velikoj Britaniji je tek u 2012. god. prevazišla rekordni nivo iz 2006. god.

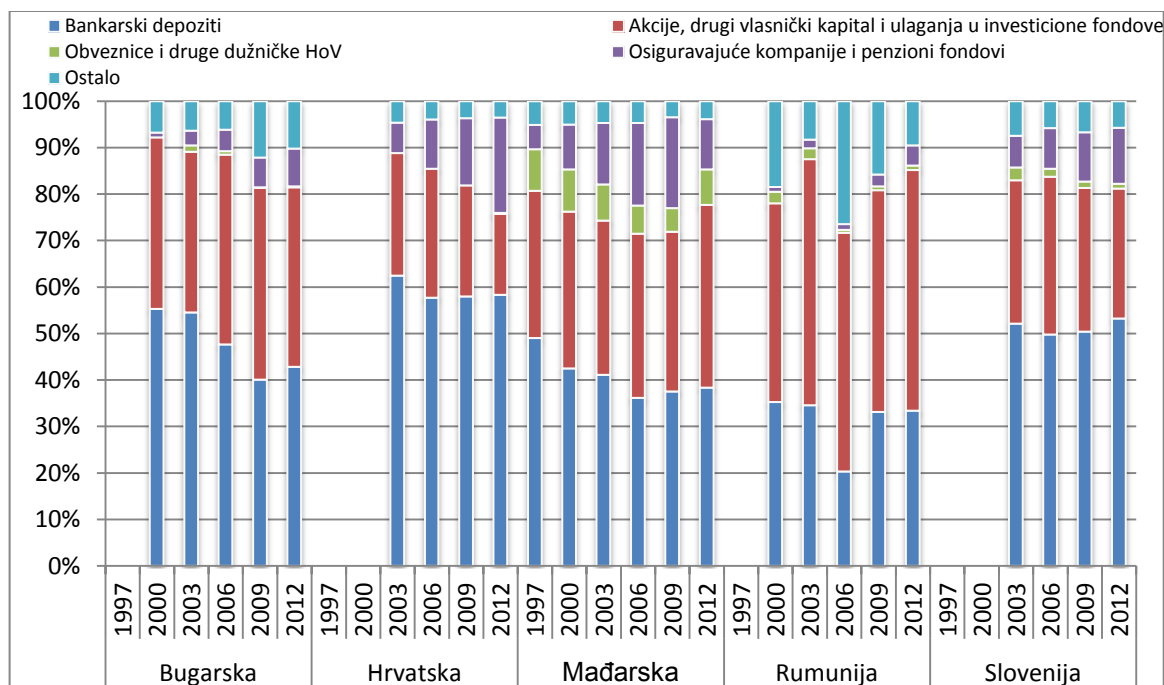
poslednje tri godine, dok u Nemačkoj stabilno raste i u 2012. god. trećina ukupnog apsolutnog rasta dotičnih depozita u evrozoni je ostvarena upravo u njoj.

Ipak, najveći dobitnik u privlačenju finansijskih resursa domaćinstava su osiguravajuće kompanije i penzioni fondovi čiji udeo konstantno raste. On najbrže raste u Nemačkoj i Francuskoj, dok je u Velikoj Britaniji najviši, stabilnih 52% u celom petnaestogodišnjem periodu.

Evolucija strukture finansijske imovine domaćinstava u pet najvećih zemalja EU ispoljava ciklično kretanje kod bankarskih depozita, uslovljeno prvenstveno krahom cena akcija, i dugoročan trend rasta udela ulaganja u osiguravajuće kompanije i penzione fondove. Ovaj poslednji trend je bitan jer sužava dugoročne depozitne izvore banaka, što ostavlja traga na njihovu politiku plasmana i stepen ročne transformacije resursa.

Pored strukture finansijske imovine domaćinstava u vodećim EU zemljama, na slici 18. je dat njen pregled u zemljama EU sa kojima se graniči Srbija i Sloveniji, a koje s obzirom na svoj stadijum ekonomske i finansijske razvijenosti mogu biti relevantniji orijentir za poređenje sa nama. Vremenski okvir u kome su raspoloživi podaci je ovde uži, pa su za Hrvatsku i Sloveniju propuštena prva dva podatka. Posmatrajući kompoziciju finansijske imovine na početku i na kraju perioda, najveću otpornost ka promenama ispoljava Slovenija. U skoro desetogodišnjem periodu udeo bankarskih depozita je bio umereno stabilan, a jedini signifikantan rast je ostvaren kod udela ulaganja u osiguravajuće kompanije i penzione fondove.

U odnosu na druge zemlje izdvaja se Rumunija, u kojoj umesto bankarskih depozita kao primarnog oblika finansijske imovine preovlađuju ulaganja u akcije i investicione fondove. Njihovo rekordno učešće je zabeleženo u 2005. god. u kojoj su rumunska domaćinstva u proseku dve trećine ukupne finansijske imovine opredelila baš u njih. Takođe, rumunska domaćinstva se ističu po vanredno visokom udelu ostalih finansijskih potraživanja, dok su ulaganja u osiguravajuće kompanije i penzione fondove marginalna.



Slika 18: Promene u strukturi finansijske imovine domaćinstava u novim članicama EU iz Jugoistočne Evrope

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka EUROSTAT-a

Hrvatska i Bugarska ispoljavaju izvesne sličnosti u evoluciji strukture finansijske imovine. One se manifestuju u inicijalnom padu i docnijem blagom oporavku udela bankarskih depozita, zajedno sa rastućim značajem ulaganja u osiguravajuće kompanije i penzione fondove, koji je snažnije izražen u Hrvatskoj. U Hrvatskoj je udeo bankarskih depozita stabilan, dok se opaža supstitucija ulaganja u akcije i investicione fondove ulaganjima u osiguravajuće kompanije i penzione fondove. Sa druge strane, u Bugarskoj su se, po ugledu na Rumuniju, u kontinuitetu znatno povećavala ulaganja u akcije i investicione fondove, koja su dostigla rekordnu vrednost svog udela u 2007. god. od čak 59%, koja je već u narednoj godini pala na 43%, a nedugo zatim i ispod granice od 40% kada se izjednačava sa udelom bankarskih depozita.

Mađarska se izdvaja kao jedina zemlja u kojoj je udeo obveznica i drugih dužničkih HoV signifikantan. Udeo bankarskih depozita se konzistentno smanjivao, a potom stabilizovao na nivou od nešto ispod 40%. Globalna finansijska kriza nije znatnije uticala na udeo ulaganja u akcije i investicione fondove, koji se zanemarljivo smanjio u 2008. god. da bi potom nastavio svoj rast nešto blažim tempom u konsekventnim godinama.

Komparirajući obeležja strukture finansijske imovine domaćinstava između pet najvećih EU zemalja i pet zemalja EU koje su geografski najbliže Srbiji mogu se istaći određena zapažanja. U proseku, udeo bankarskih depozita je viši u Srbiji susednim zemljama nego u najvećim EU ekonomijama. Sa druge strane, kultura ulaganja u polise životnog osiguranja osiguravajućih kompanija i penzione fondove nije dovoljno razvijena u istočnoevropskim zemljama EU u poređenju sa njenim najvećim članicama. Iznenadjujući je i podatak po kome su ulaganja u akcije i investicione fondove popularnija u istočnoevropskom delu EU nego u zapadnoevropskom, što nije poremetio ni krizni period, dok jedino Hrvatska prati zapadnoevropski obrazac njihovog kretanja. Sumarno gledano, istočnoevropska domaćinstva ispoljavaju veću preferenciju ka bankama i njihovim depozitnim proizvodima nego zapadnoevropska, što je pozitivan signal za njihovo poslovanje.

2.5.2. Struktura finansijskih obaveza preduzeća izvan finansijskog sektora

Druga važna promena koja ugrožava tradicionalne depozitno-kreditne operacije jeste evolucija izvora finansiranja preduzeća izvan finansijskog sektora. Od 1990-ih opaža se sklonost preduzeća da supstituišu bankarske kredite vlasničkim kapitalom. Ipak, ovo nije prouzrokovalo pad apsolutnog iznosa bankarskih kredita, koji je nastavio da raste, već samo pad njihovog relativnog učešća u ukupnim izvorima finansiranja.

Na nivou evrozone u vremenskom rasponu 1997-2006. udeo bankarskih kredita se smanjio sa 29,4% na 27,5%, s tim da je taj period bio praćen oscilacijama, pa se udeo oporavio u 2001. i 2002. da bi se potom nastavila tendencija njegovog smanjenja. Nakon skoro decenije istrajnog rasta nominalnog nivoa bankarskih kredita u evrozoni u 2009. god. dolazi do njegove kontrakcije. Uprkos tome, udeo bankarskih kredita se povećao na 31,8%, što svedoči o još značajnijoj kontrakciji drugih oblika finansiranja¹⁸². U 2010. god. kvantum bankarskih kredita se vratio na nivo iz 2008. god, da bi u 2011. god. došlo do njegovog primetnijeg uvećanja nakon kojeg je usledio novi razočaravajući pad u 2012.

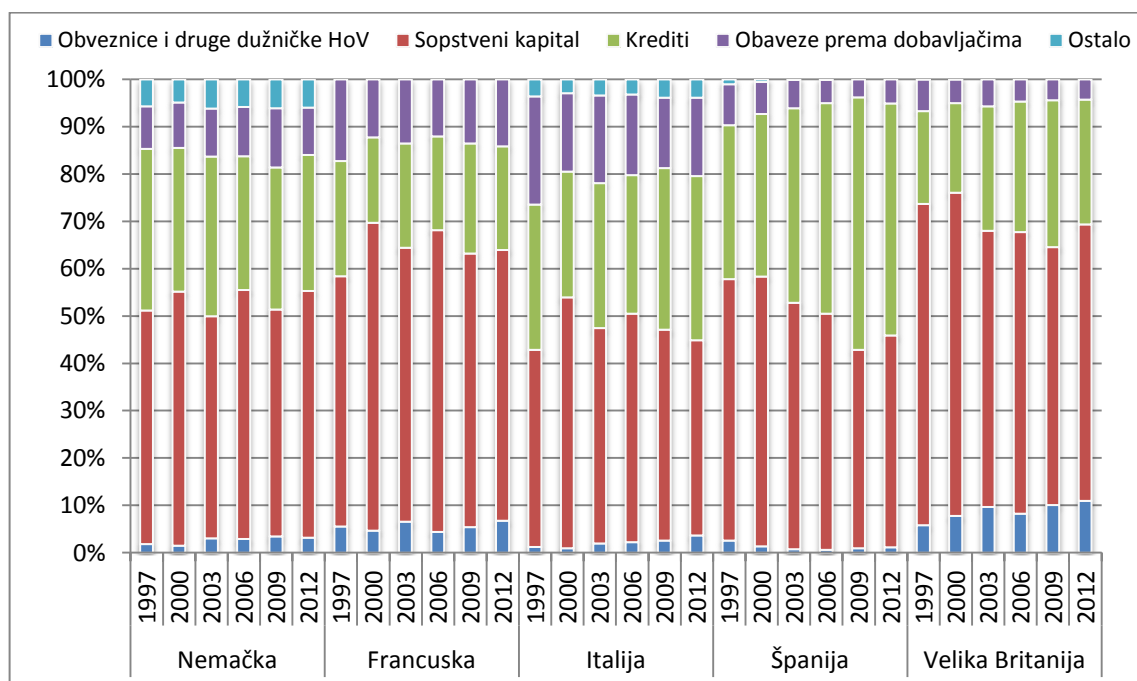
¹⁸² U vidu se prvenstveno imaju sopstveni izvori finansiranja preduzeća.

Tmurno kretanje kvantuma bankarskih kredita je praćeno još negativnijim promenama kod ostalih oblika izvora finansiranja, zbog čega se njihov udeo konzistentno nalazi iznad granice od 30% u periodu 2008-2012.

Struktura izvora finansiranja za najveće privrede EU je data na slici. 19. U Nemačkoj i Francuskoj, zemljama u kojima je bankarski sistem duboko ukorenjen, relativni značaj banaka kao izvora finansiranja opada do finansijske krize, nakon koje one ponovo pridobijaju na značaju i nadoknađuju deo ranije izgubljenog udela. Ipak, ovaj fenomen bi trebalo uzeti sa rezervom obzirom da do ekspanzije bankarskog kreditiranja nije došlo. Italija je zemlja u kojoj su spontani izvori finansiranja - obaveze prema dobavljačima, izgubili svoj značaj koji su preuzeli sopstveni izvori finansiranja i bankarski krediti, ovi potonji u manjoj meri. Bankarski krediti su sačuvali svoj položaj u većem stepenu nego u Nemačkoj i Francuskoj, pa se među pet vodećih ekonomija Italija svrstava u zlatnu sredinu. Na drugoj strani spektra nalaze se Španija i Velika Britanija. U njima udeo bankarskih kredita raste, pri čemu je tempo zabeležen u Španiji brži, a na osnovu kojeg njihov udeo u 2009. god. premašuje granicu od 50%, što je više negativan nego pozitivan rezultat. Brzo topljenje sopstvenih izvora finansiranja, koje je počelo još sredinom 2000-ih je posledica prekomerne kreditne ekspanzije. U 2003. god. se kvantum bankarskih kredita duplirao u odnosu na nivo iz 2000. god, da bi isti rezultat bio ponovljen i 2006. god. posmatrano u odnosu na 2003. Slična ekspanzija bankarskih kredita je zabeležena samo još u tranzicionim zemljama. U Velikoj Britaniji je stabilno rastao udeo bankarskih kredita sa nivoa od oko 20% pre 2000. god. do nivoa od preko 25% sredinom 2000-ih.

EUROSTAT objavljuje dva tipa statistika finansijskih obaveza preduzeća. Prvi tip je konsolidovana, a drugi tip nekonsolidovana statistika. Na slici. 19. je data konsolidovana statistika. Razlike između ove dve statistike se uočavaju u promeni udela obaveza prema dobavljačima. U nekonsolidovanoj statistici ovaj udeo je veći jer se računavaju obaveze prema dobavljačima koji imaju vlasničke veze sa samim preduzećem. U slučaju razvijenih poslovnih relacija između vlasništvom povezanih preduzeća koja su u lancu stvaranja vrednosti blisko pozicionirana, što znači da proizvodi jednog preduzeća

predstavljaju input/sirovinu za drugo preduzeće, može se očekivati značajan kvantum dotičnih obaveza koje će biti eliminisane u konsolidovanoj statistici.



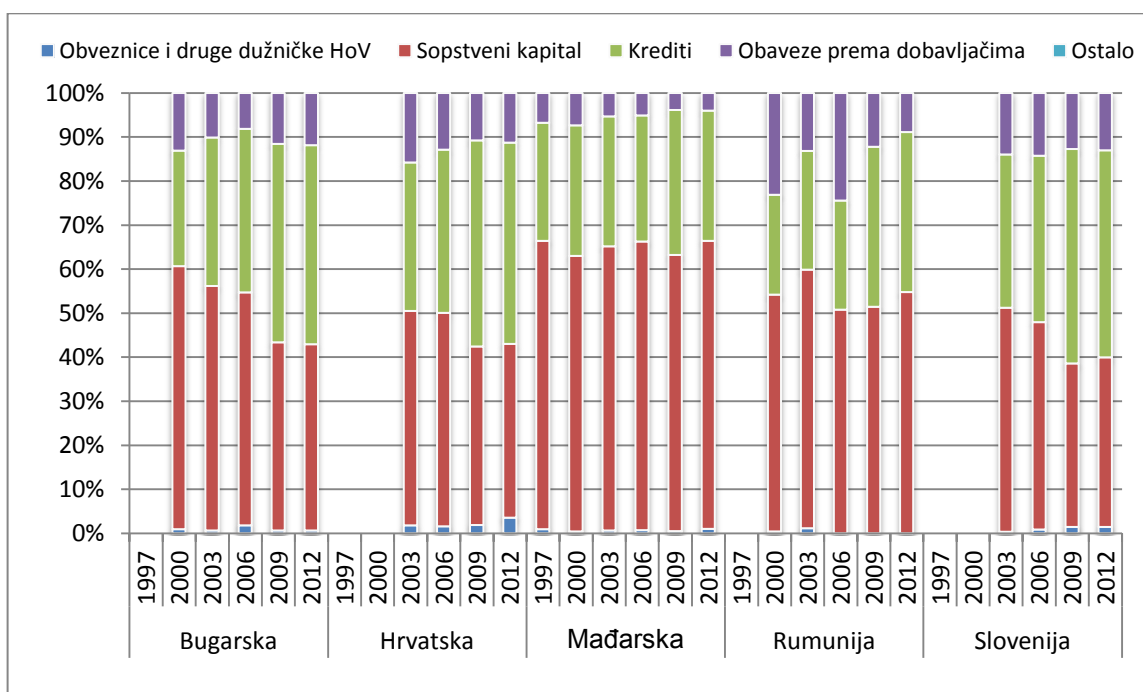
Slika 19: Promene u strukturi izvora finansiranja nefinansijskih preduzeća u najvećim zemljama EU

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka EUROSTAT-a

U Francuskoj i Velikoj Britaniji promena udela obaveza prema dobavljačima nije materijalno značajna, dok se za Nemačku može reći da jeste. Ipak, Italija i Španija se izdvajaju po promeni dotičnog udela iz čega se može izvesti zaključak da se međukreditiranje u njihovim privredama primarno formira između vlasničkim vezama umreženih preduzeća. Na taj način, razlike u udelima obaveza prema dobavljačima kod dva tipa statistika ukazuju na dodatne strukturne karakteristike izvora finansiranja preduzeća u razmatranim zemljama. Od ostalih osnovnih strukturnih karakteristika može se opaziti da je udeo obveznica i drugih dužničkih hartija materijalno značajan samo u Velikoj Britaniji i Francuskoj.

Evolucija strukture izvora finansiranja preduzeća može da se prati i za Srbiji geografski najbliže zemlje na slici 20. U Bugarskoj, Hrvatskoj i Sloveniji rast udela bankarskih

kredita je najintenzivnije izražen. Iz kretanja udela za Mađarsku i Rumuniju proishodi da se udeo bankarskih kredita slabijim tempom povećava, ali podaci o rastu iznosa bankarskih kredita govore o snažnoj kreditnoj ekspanziji i u ovim zemljama. U 2000-im ove tranzicione zemlje se oslobađaju finansijske represije koja ih je karakterisala u ranijem periodu, što pogoduje vanrednoj ekspanziji svih formi finansijskih aktiva. U celini uzev, ove zemlje su bile povoljnije podneblje za obavljanje bankarskog poslovanja u smislu eksplicitnog jednoznačnog fokusiranja na tradicionalne depozitno-kreditne operacije koje su bile profitabilnije nego u razvijenijem delu Evrope. Ipak, u nekim zemljama kao što su Hrvatska i Slovenija, vanredna kreditna ekspanzija se okončala u ozbiljnim kreditnim gubicima iz čega proishodi da je vođenje bankarskog poslovanja u ovom regionu skopčano i sa većim rizicima.



Slika 20: Promene u strukturi izvora finansiranja nefinansijskih preduzeća u novim članicama EU iz Jugoistočne Evrope

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka EUROSTAT-a

Region jugoistočne Evrope se može u ovoj dimenziji uporediti sa centralnoevropskim i baltičkim zemljama. Udeo bankarskih kredita u identičnom vremenskom rasponu je u Slovačkoj i Češkoj bio za nijansu niži, kao i njihov tempo rasta. Pri tome, taj udeo ni u

periodu u kome je bio najviši nije prelazio granicu od 30%, nivo koji je najčešća donja granica dotičnog udela za većinu zemalja jugoistočne Evrope. Oprezniji tempo rasta kredita u Slovačkoj i Češkoj se pokazao kao prednost u turbulentnom periodu koji je sada iza nas.

U tri baltičke zemlje udeo bankarskih kredita se kretao na sličan način kao u jugoistočnim evropskim zemljama. U 1997. god. udeo se u Litvaniji i Letoniji kretao oko 20%, a u Estoniji 27%. Sa svojih niskih startnih pozicija Litvanija i Letonija su veoma brzo uspele da povećaju udeo i probiju granicu od 30%, a Letonija je otišla najdalje i čak prešla granicu od 40%. Estonija koja je imala najviši udeo na početku perioda je po tempu rasta udela kredita zaostala za drugim dvema zemljama, ali se i pored toga njen udeo kretao iznad granice od 30%.

Svodni zaključak razmatranja strukture finansijske imovine domaćinstava i finansijskih obaveza preduzeća u vodećim EU ekonomijama je da je udeo depozitnih izvora banaka pre krize ispoljavao tendenciju pada, dok je kamatonosna aktiva (kredit) zbog veće orijentacije preduzeća na druge izvore finansiranja pokazivala znakove stagnacije. Pored naizgled nešto povoljnijih rezultata u periodu krize, u kojem su se udeli bankarskih depozita i kredita popravili, oni su u nominalnom izrazu ostali skoro nepromenjeni što pojačava utisak o skućenom prostoru za ekspanziju tradicionalnih bankarskih poslova u ovim zemljama. Jedna od konsekvenci ovih dešavanja je pad udela kamatnih prihoda u ukupnim prihodima banaka, dok udeo nekamatnih prihoda u koje se ubrajaju naknade, provizije i dobitak po osnovu prodaje hartija raste.

Kada se fokus premesti na zemlje jugoistočne Evrope dolazi se do istog zaključka kada se radi o depozitnim izvorima banaka, ali se perspektiva u pogledu kamatonosne aktive popravlja. Nivoi udela bankarskih kredita se stabilno povećavaju što upućuje na to da je za preduzeća u ovim zemljama primarni izbor izvora finansiranja bankarski kredit, pre nego uvećanje sopstvenog kapitala. Na temelju toga može se bolje razumeti i snažan poriv za ekspanziju banaka iz zapadne Evrope u zemlje istočne Evrope.

2.6. Merdžeri i akvizicije kao prateća karakteristika finansijske integracije

Potraga za većim tržišnim uspehom, ostvarivanjem prevage u odnosu na konkurenciju ili realizacijom dugoročnih razvojnih strategija navodi banke da razmišljaju o različitim formama povezivanja sa drugim bankama i ostalim finansijskim institucijama. Svrha ovog povezivanja je zajedničko udruživanje snaga koje donosi obostrane koristi uključenim stranama. Kako bi zajedničko udruživanje snaga proizvelo čvrste uzajamne obaveza partnera često se insistira na vlasničkom povezivanju među njima. Ono može da se pojavi u obliku unakrsnog akcionarstva (*cross-shareholding*) u kojem jedan partner stiče akcijski kapital drugog partnera i obratno, pri čemu njihov odvojen pravni subjektivitet ne dolazi u pitanje, kao i u obliku merdžera i akvizicija kojima se potpunije manifestuje vlasnička integracija među partnerima.

Unakrsno akcionarstvo donosi koristi, ali često se dovode u pitanje njegovi krajnji dometi. Sa jedne strane, ako banka partner čije akcije su stečene isplaćuje dividende ostvaruju se direktne finansijske koristi, a rast cene njenih akcija donosi dodatne finansijske koristi. Međutim, ideja vodilja unakrsnog akcionarstva je unapređenje vlastitog poslovanja banke, a direktne finansijske koristi od posedovanja akcija su njeni pobočni efekti. Iz evropske dimenzije posmatrano, unakrsno akcionarstvo je način da određena banka bez materijalnog prisustva u drugoj državi, koje istina kasnije može da usledi ukoliko se zajednički osnuje nova kompanija, uspe da učestvuje u bankarskim poslovima zahvaljujući zajedničkim projektima sa svojim partnerom koji je lociran u stranoj zemlji. Unakrsno akcionarstvo poseduje sve odlike strateške alijanse i neupitne predanosti zajedničkim ciljevima.

Saradnja između banaka partnera koje zadržavaju svoj pravni subjektivitet je veliki izazov. Po pretpostavci, partneri se udružuju zbog komplementarnih poslovnih kompetencija koje će se materijalizovati u konkretnim inovativnim proizvodima/poslovnim linijama koji će se plasirati klijentima. Banka dolazi u poziciju da deli svoje klijente sa drugom bankom što može biti izvor konflikta. Ovaj konflikt je

temeljni razlog zbog kojeg neke banke nisu spremne na ovu formu povezivanja. Drugi razlog koji odbija banke od izbora unakrsnog akcionarstva je omogućavanje pristupa banci partneru poverljivim informacijama o poslovanju banke. Imajući u vidu sve prednosti i mane unakrsnog akcionarstva može se konstatovati da je ono privlačniji izbor za povezivanje banaka partnera iz različitih zemalja nego iz iste zemlje¹⁸³. Walter (2004) navodi primer saradnje između Bank of America i meksikanske Grupo Financiero Serfin koja je u vlasništvu španske Banco Santander Central Hispano (BSCH), čiji je cilj bio pridobijanje klijenata koji kreiraju tržišnu nišu u SAD-u. Radi se o meksičkim iseljenicima u SAD, koji su putem doznaka ogromne sume novca, merene milijardama dolara godišnje, slali u svoju domovinu, a istovremeno imali potrebu za korišćenjem osnovnih bankarskih usluga u svom američkom mestu zaposlenja. Zajednički interes ovih banaka je očigledan i ova saradnja se može oceniti kao uspešna. Inače, BSCH je poznata po još jednom unakrsnom akcionarstvu, ovoga puta sa Royal Bank of Scotland koje se takođe može smatrati uspešnim.

Ipak, unakrsno akcionarstvo može da bude etapa u procesu zbližavanja banaka koji se okončava u merdžeru ili akviziciji. Merdžer se definiše kao spajanje dva ili više poslovnih subjekata iz kojeg proističe novi poslovni subjekat, pri čemu ti poslovni subjekti u postupku spajanja imaju jednak položaj u smislu da nijedno preduzeće nema nadređen položaj u odnosu na druga. Za klasifikovanje jedne poslovne transakcije kojom se osniva novi poslovni subjekt kao merdžera neophodno je da se ispune 4 uslova¹⁸⁴:

a) nijedna strana u transakciji nema položaj ni akvizitora ni mete (*target/acquired*)

¹⁸³ Unakrsno akcionarstvo se etabliralo kao poželjan vid povezivanja kompanija iz različitih delova finansijskog sektora. Svakako najprominentnija takva poslovna alijansa je ona uspostavljena između najveće nemačke, a po nekim pokazateljima i svetske, osiguravajuće kompanije Allianz i jedne od vodećih nemačkih banaka Dresdner. Suština saradnje je bila plasiranje proizvoda drugog partnera kroz svoju distributivnu mrežu. U plasiranju proizvoda osiguranja svojim klijentima, npr. kao što je životno osiguranje kod stambenih kredita, Dresdner banka daje prednost Allianz-ovim proizvodima i obratno. Bez recipročnog akcionarstva posvećenost davanju prednosti proizvoda strateškog partnera ne bi bila tako odlučna. Pre preuzimanja Dresdner banke u 2001. god. Allianz je raspolagao sa 19,1% njenog akcijskog kapitala, dok je banka raspolagala sa 10% akcijskog kapitala Allianz-a. U trenutku preuzimanja Dresdner-a Allianz je raspolagao i sa 13,6% akcijskog kapitala HypoVereinsbank koji je prodao odmah nakon njegovog preuzimanja.

¹⁸⁴ Oxford Dictionary of Finance and Banking (2008).

- b) u top menadžment novog subjekta ulaze ravnopravno članovi top menadžmenta uključenih subjekata
- c) poslovni subjekti koji se udružuju su približno jednake veličine
- d) akcionari uključenih subjekata se obeštećuju za akcije koje poseduju isključivo akcijama novog poslovnog subjekta.

Ukoliko dolazi do stapanja akcijskih kapitala dve ili više kompanija koje ne ispunjava neki od navedena četiri uslova, ono se može klasifikovati kao akvizicija čije distinktivno obeležje je preuzimanje kontrole jedne kompanije nad drugom.

2.6.1. Motivacija za sprovođenje merdžera i akvizicija

Ako se uzme u obzir ukupna vrednost realizovanih merdžera i akvizicija na svetskom nivou, ispostavlja se da njihov pozamašan deo čine oni realizovani unutar finansijskog sektora. Walter (2004) navodi da je udeo vrednosti realizovanih merdžera i akvizicija finansijskog sektora u vremenskom rasponu 1985-2002. dosegao do čak 40% ukupne vrednosti svih realizovanih merdžera i akvizicija na globalnom nivou u dotičnom periodu. Ovaj podatak govori o vanrednoj aktivnosti i ubrzanim strukturnim promenama koje su nastupile u finansijskom sektoru krajem XX veka. Između ostalog, unutar finansijskog sektora preko 60% merdžera i akvizicija je realizovano samo u bankarskom sektoru.

Signifikantan broj i vrednost bankarskih merdžera i akvizicija opravdavaju razmatranje koherentne logike koja je u njihovoj osnovi. U literaturi se može izdvojiti nekoliko relevantnih sistematizacija motivacije za njihovo sprovođenje.

Greenbaum i Thakor (2007) smatraju da je osnovni smisao spajanja banaka konstituisanje novog poslovnog entiteta čija je vrednost veća od zbira vrednosti banaka koje se spajaju pod uslovom da nastave samostalno da posluju. Izvori ove dodate vrednosti su objektivni motivi koji iniciraju procese spajanja i pripajanja. Autori identifikuju šest takvih izvora:

- Ekonomija obima. Ovaj argument je često istican kod preduzeća iz realnog sektora i svodi se na smanjenje troškova po jedinici proizvoda/usluge koje je rezultat rasta obima proizvodnje/poslovanja.

$$\text{Prosečni troškovi po jedinici outputa} = \frac{\text{Ukupni troškovi}}{\text{Količina outputa}}^{185}$$

Da bi ekonomija obima mogla da proizvede efekte potrebno je da kompanija ima što viši nivo fiksnih troškova. Ako u proizvodnom procesu preovlađuju varijabilni troškovi, odnosno troškovi koji su fiksni po jedinici proizvoda, onda su slabi efekti ekonomije obima i obratno. Bankarska delatnost se zbog visokih troškova povezanih sa generisanjem i procesuiranjem infomacija, kao i visokih troškova distributivne mreže, može smatrati delatnošću sa visokim fiksnim troškovima što daje osnova za očekivanje da je ekonomija obima dostižna.

- Ekonomija obuhvata (širine). Ovaj motiv je takođe povezan sa rastom troškovne efikasnosti banke. On kao i prethodni implicira rast obima poslovanja, s tom razlikom što se veća količina proizvodnje vezuje za proizvodnju novog proizvoda, a ne postojećeg. Drugim rečima, korišćenje istih inputa za proizvodnju dva ili više proizvoda može oboriti njihove zbirne prosečne jedinične troškove. Da bi se razumela suština ovoga argumenta polazi se od toga da dva finansijska proizvoda (A i B) mogu proizvesti dva specijalizovana finansijska posrednika, tako što bi svaki od njih proizveo samo jedan, ili da je za njihovu proizvodnju dovoljan samo jedan posrednik. U tom slučaju ekonomija obuhvata je postignuta kada je zadovoljen uslov:

$$PT_1[A, B] < PT_{11}[A, 0] + PT_{12}[0, B]$$

Iz njega proističe da su prosečni troškovi proizvodnje dva finansijska proizvoda od strane jednog posrednika (PT_1) manji od zbira prosečnih troškova proizvodnje proizvoda A i B

¹⁸⁵ Količina output-a se može izraziti vrednošću ukupne aktive, primljenih depozita ili odobrenih kredita banke.

kada ih proizvode dva međusobno nezavisna posrednika (PT_{11} i PT_{12}). Što manje ima dodirnih tačaka između tržišta koja opslužuju finansijski posrednici koji se integrišu, izglednije je da će koristi od ekonomije obuhvata moći da se realizuju.

- ▶ Eliminacija viška kapaciteta. Ovo je jedan od najčešće navođenih motiva za sprovođenje merđžera i akvizicija. Višak kapaciteta podrazumeva gašenje svih duplih kapaciteta. Među njima se ističu: a.) gašenje filijala, b.) gašenje pojedinih sektora i odeljenja (za redovno funkcionisanje novonastalog subjekta potrebno je npr. samo jedno odeljenje za ljudske resurse, jedno brokersko dilersko odeljenje itd.) i c.) gašenje pojedinih pozicija unutar banke (najčešće se misli na *back-office* poslove povezane sa administracijom, procesuiranjem transakcija itd.). Veći izgledi za postizanje ovih ušteda se predviđaju za banke koje opslužuju isto ili blisko tržište obzirom da su viškovi kapaciteta lakše i pouzdanije utvrditi.
- ▶ Jačanje tržišne moći. Konceptualno se pravi razlika između vertikalne i horizontalne integracije kompanija. Vertikalnom integracijom jedno preduzeće se vlasnički integriše sa drugim preduzećem koje sa stanovišta njegovog poslovanja zauzima položaj njegovog dobavljača ili kupca. U prvom slučaju, integracija donosi prednosti koje se osećaju na planu stabilnijeg i povoljnijeg snabdevanja inputima, dok u drugom slučaju preduzeće stiče dodatnu kontrolu na planu kanala distribucije svojih proizvoda, smanjujući zavisnost i inferiornost u odnosu na prodavce njegovih proizvoda. Horizontalna integracija, koja je primerenija bankarskim merđžerima, obezbeđuje nadmoćnu poziciju u odnosu na kupce čija pregovaračka moć slabi. Jači tržišni položaj subjekta proisteklog iz integracije se može ogledati u višim cenama njegovih proizvoda i nepovoljnijim opštim uslovima saradnje sa njim na strani klijenata. Sameravajući navedene efekte, poboljšanje tržišnog položaja se može smatrati nepoželjnim ishodom sa stanovišta društva.
- ▶ Veća efikasnost u upravljanju. Ovaj motiv je češće primeren akvizicijama nego merđžerima. Menadžerski talenat je redak resurs, a za banke čiji menadžeri njime raspolažu izvor konkurentске prednosti. U akvizicijama bolje vođene banke vide šansu za svoj rast u preuzimanju niskoefikasnih banaka. Po definiciji, kada menadžment

superiornije banke stekne upravljački uticaj nad preuzetom bankom, njena efikasnost raste što vodi poboljšanju poslovnih performansi. U slučaju merdžera odvija se borba za mestom u novim upravljačkim strukturama, u kojoj na kraju krajeva veći uspeh ima menadžment banke čiji bilansi i rezultati su se ispostavili zdravijim¹⁸⁶.

- Ulazak na nova tržišta, unakrsna prodaja proizvoda i diversifikacija. Banke konstantno nastoje da nađu načina kako da ostvare rast i zadrže svoju tržišnu moć. Sa tim namerama dolazi do preuzimanja banaka koje poseduju realnu tržišnu moć na parcijalnim delovima tržišta ili koje se mogu iskoristiti kao kanal za dodatni plasman proizvoda iz asortimana banke. Iz tih namera proishode dodatne koristi za banku. One se vezuju za diversifikaciju. Sa jedne strane disperzija izvora prihoda povoljno utiče na stabilnost profita, a sa druge strane disperzija izvora finansiranja, pogotovo depozitnog karaktera, osnažuje finansijsku stabilnost banke. Bankarski menadžeri zato vode računa o potencijalu za smanjenje rizika koji vlasnička integracija sa drugom bankom sobom nosi.

Walter (2004) takođe elaborira ishodište motivacije za sprovođenje merdžera i akvizicija. On polazi od toga da akcionari zahtevaju da merdžer ili akvizicija doprinese maksimizaciji franšizne vrednosti (*franchise value*)¹⁸⁷ novostvorene bankarske organizacije. Franšizna vrednost je posledica materijalne razlike između vrednosti kapitala koju jednoj banci pripisuje tržište i vrednosti koja bi pripala akcionarima nakon hipotetičke operacije u kojoj njihova banka simultano prodaje svu imovinu kojom

¹⁸⁶ Početkom 1990-ih u SAD-u je formirana najveća američka banka prema kriterijumu visine kapitala i druga najveća prema visini bilansne sume spajanjem BankAmerica i Security Pacific. Među razlozima za njihovo spajanje navedeni su: a.) veća tržišna moć, b.) uštede u troškovima i c.) širenje tržišta (obzirom da su banke bile dominantne na različitim geografskim tržištima). Nakon spajanja usledila su neprijatna iznenađenja, jer su otpisi nenaplativih potraživanja banke Security Pacific bili veći od procenjenih, a naknadno su otkrivene i pronevere u samoj banci. Posledica ovih iznenađenja je bilo isključenje top menadžmenta dotične banke iz izvršnog odbora novoformirane banke, nakon kojeg je top menadžment BankAmerica preuzeo punu kontrolu nad integrisanom bankom.

¹⁸⁷ Franšizna vrednost banke je razlika njene tekuće tržišne vrednosti (proizvod tekuće tržišne cene akcije i broja akcija) i prilagođene knjigovodstvene vrednosti njenog kapitala. Do prilagođene knjigovodstvene vrednosti kapitala banke se dolazi kada se njegova čista knjigovodstvena vrednost koriguje za promene vrednosti bančine imovine i obaveza koje su posledica razlika njihovih bilansnih vrednosti koje su utvrđene na principu istorijskog troška i njihove procene po fer tržišnoj vrednosti. Ukoliko banka u svom portfoliju drži hartije čija tekuća tržišna cena je porasla u odnosu na trenutak njihove kupovine, onda će promena vrednosti biti pozitivna, što će voditi rastu prilagođene knjigovodstvene vrednosti kapitala i obrnuto u slučaju pada tržišne cene hartija. Iz razumljivih razloga, povezanih sa netransparentnošću tržišne vrednosti najvećeg dela kreditnog portfolija, prilagođenu knjigovodstvenu vrednost je teško utvrditi.

raspolaze i izmiruje sve obaveze koje ima. Zahtev za maksimiranjem ove vrednosti može da se aproksimira zahtevom za maksimizacijom neto sadašnje vrednosti očekivanih budućih novčanih tokova prilagođenih za rizik koji pritiču akcionarima:

$$NPV_f = \sum_{t=0}^n \frac{E(R_t) - E(C_t)}{(1 + i_t + \alpha_t)^t}$$

Brojilac predstavlja razliku između očekivanih budućih prihoda i troškova banke. Ovi neto novčani tokovi se diskontuju kamatnom stopom u koju je inkorporiran ukupan rizik ulaganja u banku. Ona se stoga sastoji od bezrizične kamatne stope (i_t) i kompozitne riziko premije (α_t). Preko riziko premije se obuhvata varijabilitet očekivanih neto novčanih tokova za akcionare koji proističe iz različitih vrsta rizika, kao što su kreditni rizik, tržišni rizik i operativni rizik; koji su sastavni deo bankarskog poslovanja. Što su ovi rizici ocenjeni kao manje izraženi, odnosno što je banka sposobnija u njihovoj mitigaciji, to je riziko premija manja što se posledično prenosi na veću neto sadašnju vrednost očekivanih budućih novčanih tokova.

Gore navedena relacija se može iskoristiti kao obrazac za identifikovanje potencijalnih smerova pozitivnog dejstva merdžera i akvizicija. Ako pođemo od toga da na nivo bezrizične kamatne stope merdžeri i akvizicije ne mogu da utiču, onda se njihovo dejstvo može ispoljiti preko očekivanih budućih prihoda, očekivanih budućih troškova i riziko premije. Uticaj na ove veličine imaju sledeći faktori koji se mogu tumačiti i kao motivacioni elementi:

- Proširenje tržišta. Ovaj element se posmatra kroz trodimenzionalnu matricu tržišta čije su dimenzije: klijenti, proizvodi i prostor. Banka vrši selekciju u svakoj od ovih dimenzija, u smislu da bira proizvode koje će plasirati, klijente kojima će ih plasirati i prostor u kome će ih plasirati. Proširenje tržišta može da se odvija u svakoj od ovih dimenzija, s tim da razmatranje dimenzija nije segregirano jedno od druge pa se među njima traži najpovoljnija kombinacija. Proširenje tržišta u dimenziji klijenata se dešava kada se

odnosi sa određenom definisanom grupom klijenata nastoje produbiti, tako što se nastoji dopreti do novih klijenata unutar definisane grupe ili se dodatno razvijaju odnosi sa aktivnim klijentima. U ishodištu ideje o širenju tržišta u ovoj dimenziji nalazi se definisana grupa klijenata i zadovoljenje njihovih potreba za finansijskim uslugama. Proširenje tržišta u dimenziji proizvoda se postiže kada banka vrši plasman proizvoda, koji je veoma sličan ili čak identičan proizvodu koji već plasira nekim grupama klijenata, grupi klijenata kojoj ranije taj proizvod nije bio na raspolaganju. U ishodište ideje o širenju tržišta putem ove dimenzije smešta se aktuelan finansijski proizvod, ili njegova blago modifikovana varijanta, i traži se način za njen dodatni plasman. Poslednja dimenzija prostora se vezuje za geografske koordinate unutar kojih banka vrši plasman svojih proizvoda. Ona posebno dolazi do izražaja kod prekograničnih merđžera i akvizicija. Rezon banke u ovoj dimenziji je da ona targetira određene klijente koji su locirani na prostoru izvan njenog aktuelnog geografskog opsega ili razmatra određene proizvode koje može plasirati na novom prostoru na efikasan način zahvaljujući ekspertizi u njihovoj produkciji stečenoj na već opsluženim tržištima.

- Ekonomija obima. Uzimajući u obzir ono što je već rečeno u prethodnoj klasifikaciji, može se dodati da je činodejstvovanje ovog elementa determinisano optimalnom veličinom banke, pod uslovom da ona postoji i da se može precizno utvrditi. Ako pretpostavimo da je optimalna veličina banke meritorna kategorija, onda proizlazi da prost rast veličine banke neće u svim situacijama opravdati velika očekivanja o smanjenju prosečnih jediničnih troškova bankarskog proizvoda.
- Ekonomija obuhvata. Ona se sreće u dva pojavna oblika: troškovna ekonomija obuhvata (*cost economies of scope*) i prihodna ekonomija obuhvata (*revenue economies of scope*).
 - Troškovna ekonomija obuhvata može da se posmatra na dva nivoa. Prvi je opšti nivo na kojem se prate ukupni troškovi produkcije svih proizvoda u ponudi banke koji se porede sa zbirom troškova produkcije svakog od tih proizvoda pojedinačno. Drugi je specifični nivo na kojem se prate troškovi zajedničke produkcije selektovanih proizvoda i nastoji se utvrditi koje kombinacije proizvoda imaju najveći potencijal za eksploataciju troškovne ekonomije obuhvata. Ostvarenje troškovne ekonomije

obuhvata se može ostvariti putem više kanala. U klasičnom smislu najčešće se navodi smanjenje fiksnih nekamatnih poslovnih troškova kao ključni kanal, međutim u skorije vreme se sve više ukazuje na značaj manipulisanja korisnim informacijama. Raspolaganje posebnim informacijama o klijentima, konkretnim proizvodima ili regionalnim geografijama, odnosno informacijama koje su locirane na određenim mestima u nekoj od tri dimenzije kojima se opisuje matrica tržišta, se može primeniti u poljima iste ili druge dimenzije čime se stiče izvor konkurentske prednosti. Višekratna upotreba istih informacija u nekoliko odvojenih poslovnih procesa smanjuje troškove njihovog prikupljanja, olakšava kostjimiziranje ponude banke prema potrebama klijenata i pospešuje izgleda za unakrsnu prodaju proizvoda.

- Prihodna ekonomija obuhvata se naslanja na uverenje da klijenti, iz razloga jednostavnosti i pogodnosti, pokazuju težnju ka saradnji sa jednom bankom preko koje mogu da zadovolje sve svoje potrebe za finansijskim uslugama. Esencijalna razlika između ovog i prethodnog pojavnog oblika ekonomije obuhvata je što se uštede sagledavaju iz perspektive kupca. Kupovina, prema klijentovim potrebama definisanog, paketa usluga od jedne banke je jeftinije rešenje od pojedinačne kupovine paketom obuhvaćenih usluga od nekoliko banaka. Iz toga proishodi da bi kupac potencijalno bio spreman da plati premiju za korišćenje ovoga paketa sve dok je ona manja od ukupne cene pojedinačnih kupovina tih usluga od više banaka. Zbog toga ova ekonomija deluje na rast prihoda i/ili profitnih margina. Kompanija Greenwich Research je u 2001. god. sproveda anketu korporativnih klijenata o njihovim preferencijama pri izboru provajdera finansijske usluge, fokusirajući se na dve: a.) kreditiranje i b.) usluga konsaltinga kod merdžera i akvizicija. Anketom je trebalo da se oceni koliko su kompanije sklone da za posao konsaltinga angažuju banke koje ih kreditiraju, ili su pak sklonije da biraju one institucije koje imaju najbolju reputaciju u konsalting poslovima, po pretpostavci renomirane investicione banke. Prema rezultatima ankete više od polovine anketiranih korporacija se izjasnilo da je postojanje kreditnog odnosa veoma važno pri izboru konsultanta, dok je svega 16% izjavilo da ono nije od značaja. Pod pretpostavkom da su rezultati ankete verodostojni, oni afirmišu tezu o mogućnosti eksploatacije prihodne ekonomije obuhvata kod finansijskih usluga. Činjenica da klijent ne mora da gubi vreme u

potraži za odgovarajućim provajderom usluge i snosi prateće troškove, kao i troškove zaključivanja sporazuma navode ga da proširi postojeći odnos sa njegovom bankom. Obzirom da su ovi troškovi izraženiji kod klijenata koji su fizička lica nego kod korporacija, razumno je očekivati da će oni ispoljiti još veću sklonost ka poslovanju sa jedinstvenim provajderom finansijskih usluga¹⁸⁸.

- X-efikasnost¹⁸⁹. U odeljku u kom su se razmatrale performanse bankarskih sistema u Evropi komentaran je CI racio. Lako je zamislivo, a empirijski i verifikovano¹⁹⁰, da banke iste veličine koje nude približno isti spektum svojih usluga imaju različite vrednosti CI racia. Ista veličina banaka isključuje ekonomiju obima kao razlog razlike u vrednosti CI racia, dok identičan set ponuđenih usluga poništava ekonomiju obuhvata kao objašnjenje ove razlike. Među potencijalnim objašnjenjima razlike mogu da se izdvoje: a.) razlika u proizvodnim funkcijama, tj. efikasnosti upotrebe proizvodnih faktora b.) razlika u primeni raspoloživih tehnologija, c.) razlika u organizaciji poslovanja, tj. organizacioni dizajn, d.) razlika u sistemu nagrađivanja itd. Nažalost, svi ovi faktori su većinom nemerljivi, ali se svi redom pripisuju sposobnim menadžerskim strukturama banke. Često se ističe da je motiv X-efikasnosti u pozadini mnogih merđžera i akvizicija koji se realizuju u nacionalnim okvirima.
- Diversifikacija poslovnih prihoda. Ovaj motivacioni element vrši neposredan uticaj na kompozitnu riziko premiju (α_t). Veća diversifikacija poslovnih prihoda se može posmatrati u tri dimenzije. Prvo, ona je posledica slabo korelisanih prihoda različitih finansijskih proizvoda. Npr. prihodi od plasmana proizvoda životnog osiguranja su visoki

¹⁸⁸ Udruženje Council on Financial Competition je 1998. god. sproveo ispitivanje među američkim domaćinstvima o njihovoj spremnosti da sve finansijske potrebe zadovoljavaju preko jednog provajdera. Ispitivanje njihovih stavova je ukazalo da su oni još voljniji nego korporacije za poslovanje sa jednim provajderom, što je u skladu sa tvrdnjom iznetom u osnovnom tekstu. Međutim, pregledom broja provajdera sa kojima su aktivno poslovali u prethodnom periodu ustanovljeno je da su oni u proseku povećali, a ne smanjili što se bilo očekivalo, broj svojih provajdera finansijskih usluga. Ovo istraživanje je pokazalo koliko su diskutabilne koristi koje se očekuju od prihodne ekonomije obuhvata i još uvek daleko od ostvarenja zabeleženih u realnosti.

¹⁸⁹ Koncept X-efikasnosti je razvio ekonomista Harvey Leibenstein u svom radu iz 1966. god. u kom je konstatovao da se ljudi u organizovanim grupama ne zalažu onoliko koliko bi mogli i da nisu usredsređeni na najbitnije stvari. U formalnom smislu ovaj argument se može razumeti kao devijacija organizacije od linije proizvodnih mogućnosti kojom se opisuje maksimalni dostizni output za datu količinu i kombinaciju input-a.

¹⁹⁰ Berger, Hunter, Timme (1993).

u vremenu rastućih finansijskih tržišta, dok istovremeno klasični bankarski štedni proizvodi trpe jer se sredstva sa njih preusmeravaju u atraktivnije proizvode kao što je životno osiguranje. U slučaju opadajućih finansijskih tržišta odvija se suprotan proces u kome klasični bankarski štedni proizvodi važe za atraktivniju alternativu snažno privlačeći slobodna sredstva sa finansijskog tržišta. Druga dimenzija se razvija na liniji disperzovane grupacije klijenata. Što je šira klijentska baza, odnosno što je brojniji skup grupa klijenata, veća je verovatnoća da će među nekim grupama biti evidentirana slaba korelisanost prihoda koje banka od njih ostvaruje što smanjuje njen rizik poslovanja. Treća dimenzija je orijentisana prema opsluživanju različitih geografskih celina koje takođe izazivaju disperzujući efekat na poslovne prihode. Sumarno, trodimenzionalna disperzija kreira stabilnije i predvidivije tokove poslovnih prihoda. Finansijsko tržište vrednuje pad neizvesnosti i rizika u poslovanju što se ogleda u povoljnijoj oceni kreditne sposobnosti banke, često iskazanoj kroz njen viši kreditni rejting, a što proizvodi opipljivu korist u vidu pada cene izvora finansiranja koja je direktna posledica smanjenja kompozitne riziko premije.

- Tok informacija, know-how i ljudski kapital. Geografski razgranata poslovna mreža krupnih finansijskih institucija sa multiproizvodnom strukturom je pogodna za efektivan interni tok informacija. Interna cirkulacija informacija vezanih za tržišta i klijente je nadređena eksternoj cirkulaciji informacija koja se odvija na samom tržištu između nezavisnih tržišnih učesnika. Različiti delovi složene organizacione strukture u krupnim finansijskim institucijama tako brže i jednostavnije dolaze do dragocenih informacija koje su nekada i interno generisane. Prisutnost na različitim tržišnim segmentima i geografskim tačkama krupnim finansijskim institucijama olakšava detektovanje obećavajućih poslovnih prilika, čega su uskraćene manje finansijske institucije oskudnijeg opsega finansijskih proizvoda koje plasiraju. S tim u vezi, krupnije institucije poseduju potencijal neophodan za ulaganje u savremene tehnologije koje opredeljuju budući tržišni uspeh i pogoduju razvijanju specifičnog tehnološkog know-how-a. Sa druge strane, drugu polovinu 1990-ih su obeležila preuzimanja nedepozitnih finansijskih institucija (investicioni fondovi, investicione banke, fondovi za upravljanje imovinom) od strane univerzalnih banaka sa ciljem ovladavanja ekspertskim znanjima u posebnim

oblastima finansijskih usluga na brži način u odnosu na razvoj tih kompetencija interno. Međutim, kako ovo znanje nije inkorporirano u samoj instituciji već u njenim zaposlenima, jedan od glavnih izazova nakon preuzimanja je kako zadržati najkompetentnije ljude bez kojih ovakva akvizicija gubi smisao.

U domaćoj literaturi su takođe razmatrani merdžeri i akvizicije u finansijskom sektoru. Ćirović (2007) ističe četiri grupe determinanti merdžera i akvizicija:

- ▶ Povećanje tržišne snage banke. U sklopu ove grupe determinanti kao neposredni ciljevi banke koja vrši preuzimanje navode se: a.) ostvarivanje većeg obima poslovanja, b.) dobijanje pristupa novim tržištima finansijskih usluga i c.) povećanje asortimana finansijskih proizvoda i usluga koje se nude.
- ▶ Smanjivanje troškova i rizika u poslovanju. Ova grupa determinanti je prepoznatljiva po težnjama za smanjivanjem broja filijala, uštedama na planu kompjuterske tehnologije i istraživanja bankarskog tržišta, kao i traženju inovativnih postupaka i proizvoda. Smanjivanje rizika u poslovanju se nastoji postići kroz diversifikaciju koja je svojstvena krupnijim bankarskim institucijama.
- ▶ Stvaranje mega merdžera. Ova grupa determinanti je relevantna samo za bankarske institucije koje teže da se uključe u globalnu konkurenciju. Među podstrecima kod ove grupe determinanti ističe se i želja bankarskih menadžera da, preko povećanja tržišne pozicije banaka, sebi obezbede povećani lični prestiž i odgovarajuća primanja.
- ▶ Kontrolisani izlazak nedovoljno efikasnih banaka sa tržišta. Regulatori banaka imaju cilj da u što kraćem roku reše problem posrnutih banaka. Njihovo opredeljenje se očitava u proceduri poznatoj kao brza korektivna akcija. Njena primena podstiče slabije banke da blagovremeno budu preuzete, pre nego što regulatori dođu u situaciju da primene svoju proceduru koja može dovesti do njihovog ubrzanog gašenja.

Pored navedenih sistematizacija motiva za sprovođenje merdžera i akvizicija u finansijskom sektoru sreću se i druge¹⁹¹, koje više manje podražavaju prethodno elaborirane pokretačke snage merdžera i akvizicija. Ipak, po svojoj detaljnosti se ističe ona koju je izneo Dermine (2003) sa jedanaest potencijalnih podsticaja za merdžere i akvizicije. Kao specifični podsticaji mogu se izdvojiti ekonomije obima povezane sa jačanjem brenda i ulazak u uski skup institucija za koje važi poseban režim sigurnosne mreže.

Izgradnja jakog brenda je uticajan nekvantitativni faktor koji determiniše stepen naklonosti klijenata prema jednoj organizaciji, kroz unapred formiran pozitivan stav prema njoj. Veličina organizacije pogoduje razvoju brenda, jer se ukupna ulaganja u marketing, čija svrha je promovisanje brenda, rasprostiru na prošireni obim plasiranih finansijskih usluga. Iz toga proizlazi pad prosečnih jediničnih marketing troškova. Takođe, rastom svoje veličine banka može postati sistemski značajna. Ovaj status nosi sobom ugodne beneficije. Glavna od njih je skoro potpuna izvesnost u pripravnost nadležnih javnih institucija da reaguju u slučaju poremećaja u poslovanju banke. Finansijska pomoć koju obezbeđuju javne institucije svodi rizik bankrotstva banke na minimum. Bez finansijske pomoći u pripravnosti neosigurani deponenti i slični poverioci banke bi zahtevali kompenzaciju u vidu riziko premije za podnošenje rizika bankrotstva. Kako je ovaj rizik minimiziran tako se ova riziko premija isključuje iz kompozitne riziko premije. Mogu se označiti dva opipljiva benefita članstva u klubu sistemski značajnih banaka: a.) pad cene izvora finansiranja i b.) podizanje kreditnih limita koje odobravaju poverioci (maksimalna kreditna izloženost prema nekom transaktoru).

Dermine ističe i da su devet od jedanaest izloženih podsticaja poželjni jer unapređuju vrednost za akcionare, odnosno doprinose rastu tržišne cene akcija banke. To ne važi uvek i za društveno blagostanje, jer osvajanje prevelike tržišne moći ili igranje na kartu posebnog režima sigurnosne mreže podstiče ekonomsku neefikasnost i obara društveno blagostanje. Pored toga, poslednja dva podsticaja koja su u pozadini merdžera i akvizicija se vezuju za maksimiranje korisnosti menadžerskih struktura, koja može biti u

¹⁹¹ Npr. Hawawini i Svary (1990) i Berger, Demsetz i Strahan (1999).

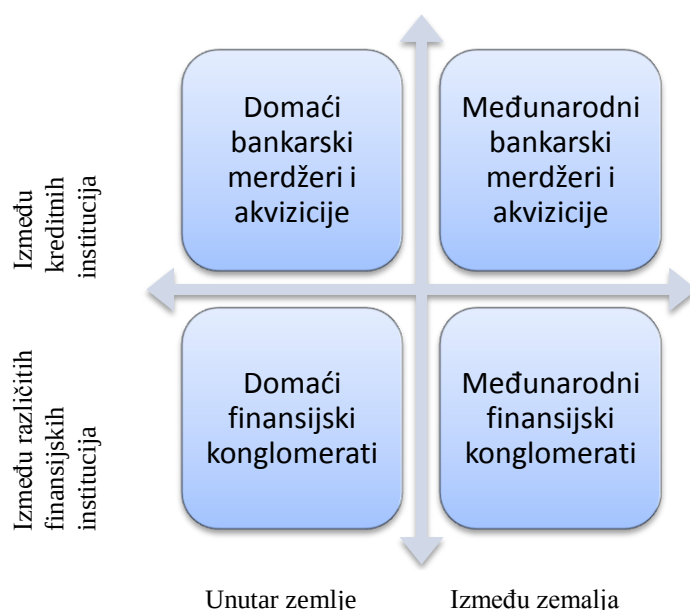
suprotnosti sa interesima akcionara. U tom kontekstu je neke merđžere i akvizicije moguće interpretirati kao odbrambene, jer postignuta ex-post veličina banke limitira skupinu banaka koje su potencijalno u stanju da izvrše njeno preuzimanje. Izvor motivacije menadžera za iniciranje merđžera ili akvizicije može biti težnja za ostvarenjem vanrednih novčanih ili nenovčanih kompenzacija, jer se u njihovim ugovorima često predviđaju specijalne stimulacije u slučaju uspešno zaključenih poslova. Sa tim u vezi je skopčan i lični prestiž i težnja za razvojem sopstvenog imidža.

Na kraju, važno je spomenuti i rad koji su napisali Hernando, Nieto i Wall (2009) u kojem je dat pregled opredeljujućih obeležja, vezanih za banke mete, koja uzimaju u razmatranje banke akvizitori iz EU pri izboru najbolje mete za preuzimanje. Prvo obeležje su poslovne performanse. Banke sa niskom profitabilnošću ili efikasnošću su podesnije mete za preuzimanje, jer se prejudicira kako bi se naknadno nivo njihovih poslovnih performansi mogao izjednačiti sa onim od banke akvizitora. Drugo obeležje je stopa kapitala. Postoje dve grupe hipoteza sa suprotnim implikacijama. Jedna grupa stoji na stanovištu da viša stopa kapitala banke uvećava njene šanse da postane meta, dok druga grupa oponira ovom stavu tvrdnjom da ona obara verovatnoću da će banka biti meta. U prvu grupu spadaju teze koje naglašavaju regulatorni pritisak na banke akvizitore da povećaju svoju stopu kapitala, nesposobnost banaka meti da diversifikuju svoju imovinu i labav pritisak na menadžere banaka meti da povećaju profit. Teze po kojima viša kapitalizovanost banke korespondira višoj efikasnosti upravljačkih struktura i obratno, ili po kojima regulatorni organi podstiču preuzimanje slabo kapitalizovanih banaka, kao i ona po kojoj akvizitori preferiraju kao mete one banke koje imaju visok leveridž jer tako maksimiziraju skok u performansama u periodu nakon preuzimanja impliciraju inverzan odnos između stope kapitala i privlačnosti banke za preuzimanje. Treće obeležje je tempo rasta ukupne aktive banke po kome su ekspandirajuće banke privlačnije za preuzimanje. Četvrto obeležje je veličina banke u skladu sa kojim je veća banka privlačnija zbog očekivane veće iskorišćenosti ekonomije obima, kao i ovladavanja većom tržišnom moći. Peto obeležje je koncentracija na tržištu na kojem posluje banka meta. Povećana koncentracija na tržištu podiže atraktivnost banke mete. Ipak, rast atraktivnosti ima svoj limit koji definiše telo nadležno za zaštitu konkurencije čiji cilj je

sprečavanje nastanka monopolističkih struktura u bankarstvu. U šestoj instanci autori spominju i grupu obeležja koja mogu biti relevantna za atraktivnost mete kao što su: a.) broj akcija koje poseduju menadžerske strukture, b.) kvalitet aktive, c.) kompozicija klijenata (u smislu veće ili manje lokalne baze klijenata) i d.) broj godina postojanja.

2.6.2. Tipologija merdžera i akvizicija u finansijskom sektoru

Merdžeri i akvizicije u finansijskom sektoru mogu da se razvrstaju prema različitim kriterijumima. Sa stanovišta namere analize merdžera i akvizicija u ovom radu instruktivna je matrica njihove klasifikacije prema dva kriterijuma: rezidentnosti institucija koje se integrišu i tipa finansijske institucije kojem strane pripadaju.



Slika 21: Tipovi merdžera i akvizicija

Izvor: ECB (2000)

Obzirom da postoje dva kriterijuma sa po dve ponuđene opcije izdvajaju se četiri vrste merdžera i akvizicija (MiA). Ako se posmatraju integracije između kreditnih institucija one mogu biti domaćeg (unutargraničnog) i internacionalnog (prekograničnog) karaktera. Prema ECB (2000) domaći bankarski MiA apsolutno dominiraju sa učešćem od preko 80%. Najčešće su njihovi akteri manje kreditne institucije čija imovina ne prelazi granicu

od 1 milijarde €. Obzirom da je u Nemačkoj, Italiji, Francuskoj i Austriji veoma snažan pokret kreditnih zadruga (kooperativa), čije samostalno bitisanje u eri jedinstvenog evropskog finansijskog prostora jeste dovedeno pod znak pitanja, tako se najveći broj manjih MiA desio upravo u ovom podsektoru i to u navedenim zemljama. Veliki domaći bankarski MiA su pokazivali tendenciju relativnog rasta sa približavanjem datuma uvođenja evra, kao uostalom i generalni tempo rasta ukupnih MiA.

Međunarodni bankarski MiA su u EU daleko manje zastupljeni u odnosu na domaće. Ono što je pre uvođenja evra bilo razočaravajuće je što su, mereno brojem transakcija, međunarodni MiA izvan EU prevazilazili one unutar EU. Tokovi prekograničnih MiA su bili više usmereni prema Latinskoj Americi (Holandija, Španija, Italija), jugoistočnoj Aziji i SAD-u (Nemačka) nego prema ostalim EU destinacijama. Unutar Evrope takođe je opažen trend snažnije orijentacije prema centralnoj i istočnoj Evropi koji je u punoj meri zaživeo u 2000-im. Španija i Holandija su se afirmisale kao najvažniji i najstabilniji investitori u bankarske sisteme trećih zemalja.

MiA koji vode stvaranju finansijskih konglomerata se kvalitativno razlikuju u odnosu na bankarske MiA. Njihovom realizacijom formira se finansijska grupa koja je aktivna u različitim podsektorima kompleksnog finansijskog sektora. Finansijski konglomerat može biti formiran i na način da finansijska institucija koja pripada jednom finansijskom podsektoru osnuje novu instituciju koja pripada drugom podsektoru. Finansijski konglomerati mogu da se profilisu prema vodećoj instituciji u njima, što može biti kreditna institucija, osiguravajuća kompanija, holding kompanija ili neka druga. Jednako kao i bankarski MiA i dotični MiA mogu biti domaćeg i internacionalnog karaktera.

Domaća finansijska konglomeracija se zasniva primarno na angažmanu kreditnih institucija koje su skoro jednako sklone osnivanju novih finansijskih institucija kao i vlasničkoj integraciji sa drugim finansijskim institucijama u kojoj se nalaze u leaderskoj ulozi. Slučajevi u kojima osiguravajuće kompanije ili neke druge finansijske institucije čine prodor u druge finansijske podsektore su veoma retki. U domaćim finansijskim konglomeratima preovlađuje ekspanzija kreditnih institucija u one finansijske podsektore

koji su neposredno povezani sa finansijskim tržištima, kao što su investiciono bankarstvo, brokersko-dilerski poslovi i investicione kompanije¹⁹², pre nego u podsektor osiguranja. Shodno tome, ovaj tip konglomerata se nametnuo kao najzastupljeniji u evropskim razmerama. Kod domaćih konglomerata do izražaja dolaze i neke nacionalne razlike u pogledu preferiranog metoda nastanka konglomerata. Npr. u Italiji se preferiraju akvizicije, dok se u Velikoj Britaniji preferira osnivanje novih finansijskih institucija.

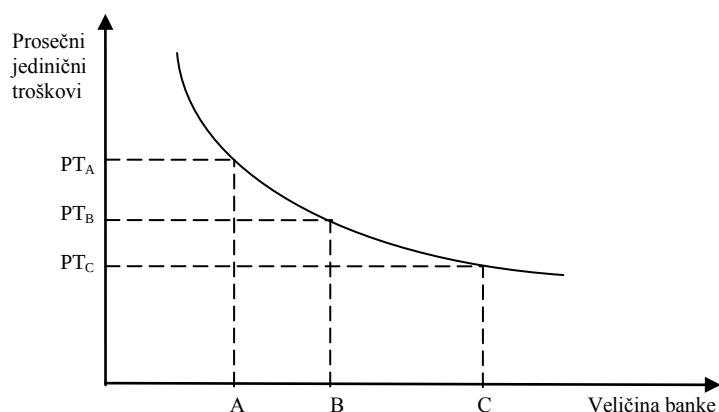
Kod međunarodnih konglomerata stvari ne stoje mnogo drugačije. Domaće kreditne institucije opet iniciraju prekogranične vlasničke integracije sa finansijskim institucijama drugačije poslovne orijentacije. Ipak, one su u blagoj manjini u odnosu na broj novih nekreditnih institucija osnovanih u stranim zemljama. Investiciono bankarstvo i investicione kompanije opet preovlađuju kao podsektori koje targetiraju kreditne institucije u prekograničnoj ekspanziji. Nacionalne razlike se i ovde primećuju, ali na način da su transakcije koje vode stvaranju međunarodnih konglomerata u nekim zemljama malobrojne ili nepostojeće, dok su u nekim drugim učestale.

2.6.3. Empirijska evaluacija determinanti merdžera i akvizicija

Od svih determinanti MiA akademski je najviše elaborirana ekonomija obima. Na slici 3. je dat grafički prikaz hipotetičke funkcije prosečnih jediničnih troškova banke koji su funkcija njene veličine. Banka čija je veličina A ima prosečne troškove na nivou od PT_A , dok banka B ima prosečne troškove od PT_B . Kako je banka B veća od banke A i kako su njeni prosečni troškovi niži, tako se ona nalazi u povoljnijoj i konkurentski nadmoćnijoj poziciji u odnosu na banku A. Pri jedinstvenoj ceni finansijskih proizvoda, banka B će ostvariti veći profit po jedinici nego banka A. Alternativno, troškovnu prednost banka B može da iskoristi na način da snizi cenu svojih proizvoda i tako ugrozi tržišni plasman proizvoda banke A. Međutim, optimalno rešenje za ove dve banke bi bilo kada bi se spojile na način da se dobije banka C čiji su prosečni troškovi još niži. Kada bi funkcija prosečnih jediničnih troškova banke bila monotono opadajuća, onda bi optimalna veličina

¹⁹² U Evropi, shodno Direktivi 85/611/EEC iz decembra 1985. god, one se vode kao kompanije za kolektivno investiranje u prenosive hartije od vrednosti (*Undertakings for collective investment in transferable securities - UCITS*).

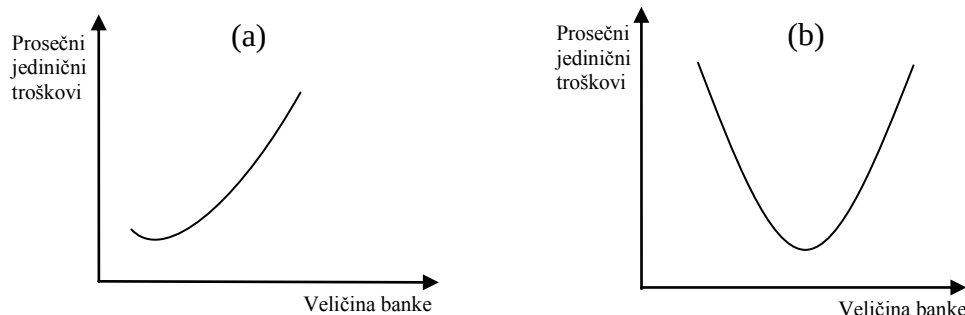
banke korespondirala veličini kompletnog bankarskog sektora, u kom slučaju bi se zapravo radilo o bankarskom monopolu.



Slika 22: Ekonomija obima u bankarstvu

Ekonomija obima može da se manifestuje kao pad ukupnih troškova po jedinici kod svih proizvoda, a može da se odnosi na pad prosečnih troškova samo kod određenih proizvoda, kao što su depozitni ili kreditni. Veoma često se koristi od veličine banke dovode u vezu sa dostupnošću novih tehnologija. Primena novih tehnologija obezbeđuje bankama troškovnu efikasnost, ali obzirom na visoke troškove uvođenja novih tehnologija ona postaje dostupna tek bankama koje pređu kritični prag veličine. Grafička promena do koje bi na taj način došlo na slici 22. se može opisati pomeranjem krive prosečnih jediničnih troškova nadole prema apscisi. Ključna primedba na elaboraciju delotvornosti ekonomije obima je prava forma krive prosečnih jediničnih troškova. Na slici 23. date su njene dve alternativne forme. Na delu (a) primećuje se da je u uskom početnom rasponu veličine banke ova kriva negativnog nagiba, a da je u daleko većem rasponu pozitivnog nagiba. Ovaj drugi raspon se poistovećuje sa fenomenom disekonomije obima. On se sreće kada sa rastom veličine banke, odnosno obima njenog output-a, prosečni jedinični troškovi rastu. Zamislive su i ovakve situacije. Problem integracije velikih sistema, velike investicije koje mogu dovesti do stvaranja viška kapaciteta, problemi sa kontrolom troškova svi zajedno mogu dovesti do rasta prosečnih troškova. Na delu (b) prikazan je drugi oblik krive prosečnih troškova koji podseća na latinično slovo "U". Ovaj oblik eksplicitno upućuje na postojanje optimalne veličine

banke. Do optimalne veličine banke dominira ekonomija obima, a posle nje disekonomija obima. Postoji specijalan slučaj koji opovrgava postojanje i ekonomije i disekonomije obima. To je slučaj konstantnih prinosa na obim u kojem je kriva prosečnih troškova paralelna sa apscisom, što znači da banke svih veličina imaju istovetne prosečne jedinične troškove.



Slika 23: Krive prosečnih jediničnih troškova u bankarstvu

Od oblika krive prosečnih troškova presudno zavisi uspeh banaka različitih veličina. Pojedine krive, kao što je ona na slici 22, favorizuju velike banke u odnosu na manje, dok krive kao što je ona na slici 23. deo (a) daju prednost manjim bankama. Srednje rešenje je ono koje implicira kriva na slici 23. deo (b), po kojoj ni preterano male ni preterano velike banke nisu troškovno efikasne, te da bi banke trebalo pažljivo da odmere svoju veličinu kako bi se pozicionirale što bliže teorijski idealnoj veličini banke.

Radovi mnogih autora bili su inspirisani namerom da se empirijski proveriti postojanje ekonomije obima u bankarstvu. Među prvima sa svojom ocenom je izašao Humphrey (1990) koji je konstatovao da je svojim najvećim delom kriva prosečnih troškova skoro paralelna sa apscisom. Berger i Mester (1997) takođe stoje na stanovištu da manje banke imaju veće izgleda da uživaju koristi od ekonomije obima i da kriva prosečnih troškova veoma brzo postaje horizontalna kako raste veličina banke. Oni naglašavaju i da optimalna veličina banke, odnosno veličina nakon koje kriva prosečnih troškova gubi negativan nagib, jeste pokretna meta koja se sa napretkom u tehnologiji i deregulacijom pomera naviše. Po njihovim procenama tokom 1980-ih optimalna veličina u SAD-u se kretala oko 500 miliona \$, da bi se krajem 1990-ih ona popela na 25 milijardi \$ sa

tendencijom daljeg rasta. Prema njihovim projekcijama u poslednjem periodu za banke čija se ukupna imovina nalazi u rasponu od 10 milijardi \$ do 25 milijardi \$ efekti rasta veličine mogu da idu i do 20% uštede u troškovima. Polazna osnova u radovima je najčešće bila translogaritamska funkcija troškova sledeće forme:

$$\ln(UT) = \alpha + \beta_1 \ln Q + \beta_2 \frac{1}{2} (\ln Q)^2 + \beta_3 \ln L + \beta_4 \frac{1}{2} (\ln L)^2 + \beta_5 \ln K + \beta_6 \frac{1}{2} (\ln K)^2 + \beta_7 \ln L \ln K$$

u kojoj je $\ln(UT)$ prirodni logaritam ukupnih troškova. Prema ovoj funkciji banka proizvodi output Q sa dva faktora proizvodnje K i L , a kriva izvedena iz ove funkcije uzima "U" oblik. Ova polazna forma se uobičajeno u radovima dopunjuje sa Furijerovim (*Fourier*) trigonometrijskim članovima. U evropskim okvirima mogu se izdvojiti dva povezana rada Altunbas i Molyneux (1996) i Altunbas et al. (2001) koja su se usko fokusirala na ekonomiju obima. U oba rada se verifikuje postojanje ekonomije obima u bankarstvu u analiziranim evropskim zemljama¹⁹³, s tim što rasponi veličine banke u kojima ona deluje variraju od zemlje do zemlje. Uštede u troškovima koje se postižu po osnovu ekonomije obima se ovde procenjuju na nešto nižem nivou, nego kod Berger i Mester, uglavnom između 5% i 7%¹⁹⁴. Pregled ušteda po zemljama se može videti u tabeli 19. Vander Vennet (2002) dolazi do ocene da bi u Evropi optimalna veličina banke trebala da se nalazi u rasponu od 10 do 100 milijardi €. Iz svega navedenog proishodi da ne bi trebalo očekivati efekte ekonomije obima kod MiA u kojima učestvuju veoma velike banke. Takvi merdžeri se nazivaju megamerdžeri.

¹⁹³ U prvom radu analizirane su Nemačka, Francuska, Španija i Italija, a u drugom radu analizirano je 15 EU zemalja.

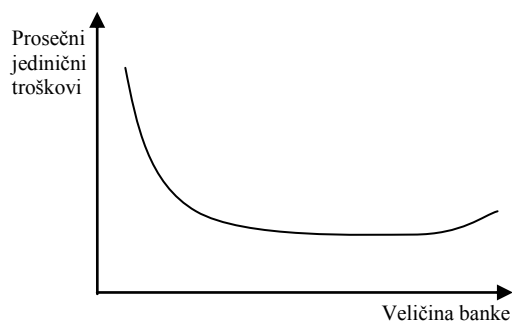
¹⁹⁴ Korektno tumačenje ovih procenata glasi da bi u slučaju dupliranja nivoa outputa, odnosno njegovog rasta od 100%, ukupni troškovi porasli u rasponu između 93% i 97%.

Tabela 19: Ocene ušteda u troškovima koje su rezultat ekonomije obima

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Austrija	0.981	0.973	0.960	0.948	0.957	0.965	0.954	0.957	0.954
Belgija	0.947	0.948	0.950	0.966	0.950	0.958	0.958	0.965	0.984
Danska	0.936	0.934	0.941	0.892	0.890	0.891	0.892	0.898	0.918
Finska	1.010	1.018	1.024	1.029	1.007	1.008	1.014	1.011	1.018
Francuska	0.974	0.975	0.981	0.974	0.971	0.967	0.969	0.968	0.972
Nemačka	0.966	0.969	0.963	0.930	0.922	0.921	0.921	0.941	0.940
Grčka	0.952	0.949	0.904	0.919	0.913	0.935	0.941	0.947	0.964
Irska	0.955	0.967	0.960	0.970	0.974	0.957	0.955	0.961	0.954
Italija	0.962	0.968	0.970	0.968	0.930	0.924	0.924	0.932	0.946
Luksemburg	0.964	0.930	0.934	0.932	0.919	0.919	0.921	0.928	0.963
Holandija	0.947	0.925	0.943	0.935	0.934	0.927	0.923	0.929	0.943
Portugal	0.987	0.954	0.961	0.980	0.994	0.989	0.999	1.021	1.032
Španija	0.951	0.940	0.932	0.925	0.927	0.931	0.936	0.940	0.945
Švedska	1.011	0.959	0.960	0.959	0.955	0.956	0.960	0.960	0.986
V. Britanija	0.906	0.924	0.920	0.943	0.952	0.956	0.958	0.954	0.948
Prosek	0.962	0.958	0.957	0.946	0.934	0.931	0.932	0.945	0.949

Izvor: Altunbas et al. (2001)

Uzimajući zaključke navedenih radova u obzir, moglo bi se konstatovati da bi kriva prosečnih troškova najpribližnija dobijenim rezultatima imala oblik kao na slici 24.



Slika 24: Optimalna veličina banke prema kriterijumu minimalnih prosečnih jediničnih troškova

Prema ovoj krivi efekti ekonomije obima su značajni kod manjih banaka, ali se oni relativno brzo iscrpljuju. Kada se efekti iscrpe, ulazi se u jedan široki raspon veličina banaka u kojem veličina banke ne utiče na prosečne jedinične troškove. Na kraju, kod gigantskih banaka mogući su blagi efekti diseconomije obima. Ova poslednja konstatacija je potvrđena i kod Altunbas et al. (2001), obzirom da su se u samo četiri zemlje EU (Nemačka, Holandija, Danska i V. Britanija), od 15 analiziranih, kod velikih banaka pronašli dokazi za postojanje skromne ekonomije obima, dok su u ostalim zemljama registrovane diseconomije obima.

Empirijska potvrda ekonomije obuhvata je složenija nego kod ekonomije obima. Ovo se posebno odnosi na troškovnu ekonomiju obuhvata. Da bi se ona empirijski proverila potrebno je da postoje specijalizovane institucije koje proizvode pojedinačne finansijske proizvode, što u realnosti nije slučaj. Sa druge strane, za prihodnu ekonomiju obuhvata postoji utemeljeniji način provere. On se bazira na opservaciji da manje banke poseduju nešto drugačiji asortiman finansijskih proizvoda u poređenju sa većim bankama, pri čemu je on osetno širi kod većih banaka. Na temelju toga može se oceniti da li su prihodi banaka koje nude širi asortiman proizvoda veći nego kod manjih banaka koje nude užu asortiman. Prvi preliminarni podaci za SAD¹⁹⁵, nisu dali ohrabljjuće rezultate. Međutim, Ayadi (2008) se koncentriše na komplementarnost finansijskih proizvoda i ističe da je ona bitna za pospešivanje ukupnih prihoda. On smatra da komplementarnost proizvoda vodi sinergetskom dejstvu kod prihoda nakon MiA. Sama prihodna sinergija može biti rezultat: a.) redefinisanja asortimana usluga koji postaje bolje ukomponovan, b.) komplementarnosti koja postoji na nivou pojedinačnih aktivnosti i procesa unutar organizacija koja podstiče plasman, c.) unakrsne prodaje proizvoda koju podstiče novoformirana diversifikovana struktura kanala distribucije koja se prilagođava različitim segmentima klijenata. Prihodne ekonomije obuhvata su mnogo manje izvesne od ušteda u troškovima, bez obzira na poreklo ušteda. Uštede u troškovima su rezultat isključivo menadžerskih odluka, dok efekat na uvećanje prihoda jeste primarno posledica reakcije klijenata, a tek sekundarno odluka menadžerskih struktura. U tabeli 20. je dat prikaz očekivanih finansijskih efekata MiA u finansijskom sektoru EU, merenih milionima eura,

¹⁹⁵ Berger, Humphrey i Pulley (1996).

razdeljenih prema njihovom izvoru na rast u prihodima ili uštede u troškovima prema Ayadi (2008).

Tabela 20: : Očekivani finansijski efekti odabranih merdžera i akvizicija u finansijskom sektoru EU

Učesnici	Godina	Očekivani finansijski efekti (u mil €)	Rast prihoda (%)	Uštede u troškovima (%)
SCH-Abbey National	2004	560	20	80
Credit Agricole-Credit Lyonnais	2002	760	0	100
Caisses d'Epargne-CDC IXIS	2001	500	85	15
Allianz-Dresdner	2001	1080	88	12
Halifax-Bank of Scotland	2001	1113	51	49
Dexia-Artesia	2001	200	15	85
HVB-Bank Austria	2000	500	0	100
RBoS-Natwest	2000	2335	17	83
BNP-Paribas	1999	850	18	82
BBV-Argentaria	1999	511	0	100
Intesa-COMIT	1999	1000	50	50
Banco Santander-BCH	1999	630	0	100

Izvor: Ayadi (2008).

Posmatranjem raspodele očekivanih finansijskih efekata, koje su javno obznanile uključene strane, jasno se naziru oni MiA koji su orijentisani na prihodnu ekonomiju obuhvata, a to su: Caisses d'Epargne-CDC IXIS, Allianz-Dresdner, Halifax-Bank of Scotland i Intesa-COMIT. U ovim slučajevima dominira rast prihoda kao elementarni razlog za MiA, a on se uglavnom sreće kada je u pitanju kombinovanje poslovnih banaka sa investicionim bankama ili osiguravajućim kompanijama.

Walter (2004) smatra da zbog toga što se nedovoljna pažnja i naponi posvećuju detaljnoj razradi koja je neophodna da se materijalizuju percipirani dodatni prihodi po osnovu ekonomije obuhvata, menadžerske strukture i akcionari bivaju duboko razočarani postignutim rezultatima. On smatra da se pobačaj rezultata može sprečiti dobro osmišljenom politikom kompenzacija za zaposlene u prodaji koja je transparentna, pouzdana, poštena i što je najbitnije - motivišuća. U svemu tome, od pomoći je i granularan pristup u potrazi za isplativim sinergijama među proizvodima u asortimanu, koji će usmeriti energiju i prodajne napore u pravom smeru ka onim paketima proizvoda koji se najlakše zajedno mogu plasirati klijentima. Walter prema tome veći problem vidi u dizajnu implementacije post-MiA planova i programa, a manji u konceptualnoj ideji.

Konačno, posrednu indiciju o postojanju prihodne ekonomije obuhvata u finansijskom sektoru izneo je Yu (2001). On je razmatrao reakciju tržišta akcija u SAD-u na donošenje Zakona o modernizaciji sektora finansijskih usluga (*the Financial Services Modernization Act*), poznatijeg kao *the Gramm-Leach-Bliley Act* koji je omogućio prodor komercijalnih banaka u poslove osiguranja i tržišta hartija od vrednosti, ali i obratno. Na samu najavu donošenja ovog zakona cena akcija komercijalnih i investicionih banaka je skočila. Nadalje, najpovoljnija reakcija je opažena kod velikih komercijalnih banaka, pogotovo ako su bile organizovane u formi bankarskih holdinga, velikih osiguravajućih kompanija i velikih investicionih banaka. Reakcija tržišta se može interpretirati kao znak da bi dozvoljeno proširenje asortimana finansijskih usluga trebalo proizvesti finansijske koristi za sve strane na koje se odnosi.

Diversifikacija kao determinanta MiA koja popravlja profil rizika finansijske institucije će biti detaljnije razmatrana u narednoj podtački rada u kojoj će se fokus usmeriti na prekograničnu MiA.

Mnogo akademski razmatran i najčešće isticani argument za MiA je X-efikasnost. Ako se na stranu ostave optimalna veličina finansijske institucije i optimalni miks finansijskih proizvoda koji se nudi klijentima, dolazi se do operativne ili proizvodne efikasnosti koja može proisteci iz MiA. Operativna efikasnost se posmatra na dva nivoa: a.) tehničkom i b.) ekonomskom. Tehnička efikasnost se vezuje za korišćenje raspoloživih proizvodnih faktora na način da se postiže maksimalna produkcija finansijskih proizvoda¹⁹⁶. Ona se ostvaruje optimizacijom procesa koji se sprovode u organizaciji. Ekonomska efikasnost polazi od egzogeno određenih cena proizvodnih faktora i stremljenju one kombinacije faktora koja ima najniže troškove za definisani nivo output-a.

¹⁹⁶ U realnom sektoru proces proizvodnje se može opisati veoma precizno i detaljno naslanjajući se na inženjerski način razmišljanja. Zato je na njegovom primeru jednostavnije objasniti tehničku efikasnost kao situaciju u kojoj nije moguće povećati proizvedenu količinu bilo kog proizvoda bez istovremenog smanjenja proizvedene količine drugog proizvoda, odnosno situaciju u kojoj nije moguće smanjiti angažovanje jednog proizvodnog faktora bez većeg angažovanja drugog proizvodnog faktora kako bi nivo output-a ostao nepromenjen.

Goddard, Molyneux, Wilson i Tavakoli (2007) ističu da smanjenje ili iskorenjivanje prosečnih operativnih neefikasnosti snižava troškove u rasponu 20%-30%. Drugim rečima, prosečni troškovi prosečne banke su do 30% veći nego kod banke koja ima najniže prosečne troškove. Obzirom na veličinu ovoga procenta, jasno je gde je smešten najveći potencijal za popravljavanje performansi banke.

Iz prethodne konstatacije prirodno proishodi zaključak po kome bi banke-mete trebalo da budu banke koje su relativno neefikasne. Berger (1998) ističe dve hipoteze: a.) hipoteza relativne efikasnosti i b.) hipoteza niske efikasnosti. Prethodno izneti zaključak se uklapa u prvu hipotezu. Hannan i Pilloff (2006) na primeru MiA u SAD-u zaključuju da banke koje su manje profitabilne i efikasne imaju veću verovatnoću da budu akvizirane. Na primeru MiA u EU do istog zaključka dolaze i Pasiouras, Tanna i Gaganis (2007). Druga hipoteza se odnosi na MiA između relativno neefikasnih banaka koji se koriste kao sredstvo za podizanje efikasnosti banke, jer služe kao izgovor za sprovođenje neprijatnih i nepopularnih poslovnih mera kao što su otpuštanja i rezanje ostalih troškova koji prate programe restrukturiranja. Drugu hipotezu je potkrepio Koetter et al. (2007) po kome MiA mogu delovati kao sanaciona mera za uključene banke. Pri komparaciji ove dve hipoteze važno je imati u vidu da one ne isključuju jedna drugu

Berger i Humphrey (1997) takođe verifikuju važnost X-efikasnosti i suviše visoke prosečne troškove banaka u odnosu na prosečne troškove najbolje banke. Vander Venet (1996) ukazuje da domaći MiA između ravnopravnih partnera značajno popravljaju X-efikasnost.

Akhavein et al. (1997) uvode koncept profitne X-efikasnosti. Ona se definiše kao proizvodnja ukupnog outputa maksimalne vrednosti, koji se sastoji od kombinacije proizvoda, polazeći od zadate raspoloživosti proizvodnih faktora i cena pojedinačnih proizvoda. Profitna X-efikasnost unosi novu dimenziju u razumevanje koncepta X-efikasnosti, unoseći konsideracije vezane za generisanje prihoda. Nova dimenzija se delimično uklapa u etablirani koncept operativne efikasnosti, jer poslovni subjekat čija se proizvedena kombinacija proizvoda na osnovu raspoloživih proizvodnih faktora nalazi

unutar granice proizvodnih mogućnosti, je istovremeno operativno neefikasan i profitno X-neefikasan. Ali subjekat koji se nalazi na granici proizvodnih mogućnosti može biti operativno efikasan, ali profitno X-neefikasan. Razlog tome su relativne cene pojedinačnih proizvoda. Ako subjekat proizvodi premalo proizvoda čija je cena visoka i previše proizvoda čija je cena niska, on će biti profitno neefikasan. Akhavein et al. zaključuju u svom radu da nakon MiA banke nagnju ka proizvodnom miks u kojem preovlađuju proizvodi na kojima se ostvaruje viši profit, odnosno da dolazi do rasta racia ukupni krediti/ukupna imovina. Između ostalog, oni primećuju zaokret u alokaciji ukupne imovine nakon MiA na način da se državne HoV supstituišu kreditnim plasmanima koji nose više kamatne stope.

2.6.4. Realizovani prekogranični merđžeri i akvizicije i njihovi rezultati

Razmatranje prekograničnih merđžera i akvizicija se sadržajno situira u tematsku oblast stranih direktnih investicija. Literatura iz ove oblasti naglašava dva ključna faktora koja determinišu poslovni iskorak od vođenja poslovanja u matičnoj zemlji ka širenju poslovanja u inostranim zemljama: a.) razlika u cenama faktora proizvodnje i b.) trgovinske barijere koje ometaju izvoz. Prvi faktor počiva na načelu liberalizacije odvijanja ekonomske aktivnosti u međunarodnim okvirima, koje omogućava slobodu u izboru i organizaciji poslovanja; dok drugi uvažava postojanje brojnih regulatornih ograničenja nacionalnog karaktera koja sputavaju međunarodnu razmenu naglašavajući tako dejstvo lokalnih pravnih normi i propisa. Oba ova motiva su primarno izdvojena na osnovu analize stranih direktnih investicija u realnom sektoru. Zbog prirode bankarske delatnosti, MiA u bankarskom sektoru više inkliniraju ka drugom opštem faktoru u smislu svog teorijsko-empirijskog utemeljenja.

Pored dva navedena generalna ekonomska razloga za prekograničnu ekspanziju poslovanja u bankarskoj delatnosti, mogu se izdvojiti i posebni razlozi strateške prirode za njenu realizaciju. Molyneux (2003) navodi sedam posebnih razloga koji, najvećim delom, izviru iz dugoročne poslovne strategije banke. Prvi razlog je akvizicija novih klijenata. Prepreke u prekograničnoj isporuci bankarskih usluga i visoki troškovi

izgradnje sopstvene baze klijenata u stranoj zemlji objašnjavaju pozadinu prvog razloga. Ulogu katalizatora u realizaciji MiA u ovom slučaju može da ima podrazvijenost bankarskog sektora u inostranoj zemlji koja dodatno podstiče zainteresovane banke da bezrezervno iskoriste slobodni potencijal na njenom bankarskom tržištu. Drugi razlog može biti testiranje lukrativnosti novih tržišta. U prirodi svakog poslovnog subjekta je težnja za daljim rastom. Da bi se on realizovao često su potrebna ozbiljna ulaganja, kao što su MiA u stranim zemljama, čija konačna uspešnost nije izvesna. Oprezan pristup rastu banke bi podrazumevao doziranje ulaganja na stranim tržištima, na način da se u prvoj iteraciji kreće sa nižim nivoom ulaganja i da se u skladu sa novim informacijama o mogućnostima za uspešno poslovanje ova ulaganja sukcesivno uvećavaju. Ovome korespondira akvizicija manje banke na stranom tržištu koje se targetira. Dotična strategija je promišljena jer omogućava efikasan nastavak ekspanzije na stranom tržištu ukoliko upravljanje manjom bankom na njemu opravda očekivanja, kao i, velikih komplikacija i gubitaka rasterećeno, povlačenje sa tržišta ukoliko rezultati podbace. Treći osnov za sprovođenje prekograničnih MiA je oponašanje banaka koje su lokalni ili regionalni lideri u bankarskom sektoru. Strategiju prekogranične ekspanzije koju implementira kompanija lider u određenom sektoru često kopiraju druge kompanije, a bankarski sektor nije izuzetak od ovog pravila. U određenim instancama, kada je sleđenje kompanije lidera masovno, ova praksa poprima obeležja ponašanja krda u kome, manje ili više promišljeno ponašanje jednog učesnika drugi učesnici bespogovorno slede.

Pored toga što su banke često spremne da prate poteze vodećih banaka, one su još spremnije da prate razvoj poslovnih aktivnosti svojih klijenata. Time se dolazi do četvrtog strateškog razloga koji navodi banke na prekograničnu ekspanziju - držanje koraka sa klijentima. Ako značajni klijenti banke pokrenu operaciju penetracije inostranih tržišta, uprava banke u cilju zadržavanja klijenata i sopstvenog širenja može doneti odluku da pokrene poslovanje na tim tržištima. Poverenje koje je već razvijeno na relaciji banka-klijent može biti presudan faktor da na novim tržištima kompanije povere zadovoljenje svojih potreba za finansijskim uslugama aktuelnim bankama partnerima. Logično bi bilo očekivati da kompanije sa sedištem u određenoj zemlji primarno biraju na novom tržištu banku čije matično sedište je u istoj zemlji. Ovo međutim nije pravilo.

Prilikom preuzimanja Naftne industrije Srbije od strane ruske kompanije Gazprom njeft u 2009. god. posao kupovine akcija je poveren Raiffeisen banci. Izbor je bio posledica činjenice da Raiffeisen banka ima zavisnu banku u Rusiji koja je tržišno dobro pozicionirana i čije poznavanje i saradnja sa njom je prelomila da Gazprom njeft pri svom ulasku na novo tržište inicijalno odabere baš nju. Tako je ruska kompanija pri penetraciji srpskog tržišta putem akvizicije odabrala banku čije matično sedište je u Austriji zbog familijarnosti sa njom, u nedostatku ruske banke na srpskom tržištu. Premda u dotičnom slučaju ispada da je kompanija pratila banku, sekvenca događaja koji su usledili verifikuje četvrti strateški argument, jer danas u Srbiji posluju dve ruske banke - VTB¹⁹⁷ i Sberbanka¹⁹⁸. U tom smislu može se konstatovati da prekogranični MiA u bankarstvu jesu pozitivno korelisani sa opštim nivoom stranih direktnih investicija i trgovinskih tokova. Internacionalizacija poslovanja i transformacija kompanija, od lokalnih ka multinacionalnim, nesumnjivo široko pogoduje intenzitetu prekograničnih bankarskih MiA.

Ipak, najprirodnije bi bilo prekograničnu ekspanziju posmatrati u kontekstu doprinosa poslovnim rezultatima i ukupnoj vrednosti banke. Ako je stvaranje vrednosti za akcionare ultimativni cilj poslovanja svakog poslovnog subjekta, onda bi penetracija inostranih tržišta bila opravdana samo ukoliko bi ona dovela do rasta prinosa na sopstveni kapital ili tržišne kapitalizacije banke. Ovo stremljenje konstituise peti razlog za ulazak na strana tržišta. Berger et al. (2000) su sprovedli studiju čiji cilj je bio poređenje efikasnosti domaćih i stranih banaka, ali na skupu koji obuhvata najveće evropske zemlje i SAD. Dok su sa jedne strane rezultati studije ukazivali da su domaće banke efikasnije od stranih, posmatrano prema matičnom sedištu banke, oni su upućivali i da su banke ćerke u inostranstvu jednako efikasne kao i njihove centrale u matičnoj zemlji. Iz toga proizlazi

¹⁹⁷ VTB banka je na tržište Srbije zakoračila u 2013. god. preuzimanjem Moskovske banke koja je sa poslovanjem u Srbiji počela otprilike u isto vreme kada je izvršena kupovina NIS-a od strane Gazprom njefta.

¹⁹⁸ Sberbanka je preuzimanjem banaka iz Volksbank sistema ušla simultano na nekoliko istočnoevropskih tržišta. Ukupna cena koju je Sberbanka platila za mrežu zavisnih banaka u istočnoj Evropi iznosi 500 miliona evra. Transakcija je zaključena početkom 2012. god, ali već nakon godinu dana čelnici Sberbanke su najavili moguću tužbu protiv čelnika austrijske Volksbanke i revizorske kuće KPMG zbog lažnog prikazivanja finansijskog i imovinskog položaja pojedinih banaka. Na tržištu Srbije pod svojim imenom Sberbanka posluje od kraja 2012. god.

da one banke koje su slabo efikasne u svojoj zemlji porekla nemaju velike izgleda da svoje poslovanje efikasnije organizuju u stranoj zemlji i obratno. Finalni zaključak koji proishodi iz ovog kauzalno-posledičnog niza opservacija je da banke ne bi trebalo da polažu velike nade da će im efekti prekogranične ekspanzije delovati kao korektiv za loše rezultate na matičnom tržištu, odnosno da će boljim rezultatima na drugim tržištima nadomestiti deficit u prinosima na sopstveni kapital i učiniti svoje akcionare zadovoljnim.

Kao što je ranije pri izlaganju Dermine-ove sistematizacije motiva za sprovođenje MiA bilo naglašeno, menadžerske strukture mogu da daju prednost sopstvenim interesima spram interesa akcionara. U potrazi za vanrednim novčanim nagradama, specijalnim povlasticama, rastu sopstvene moći i izgradnji "lične imperije", menadžerske strukture mogu posegnuti za realizacijom prekograničnih MiA. Ovaj motiv može ravnopravno i da se navede sa drugim opaženim pokretačima prekogranične ekspanzije banaka¹⁹⁹.

Konačno, prekogranična ekspanzija banaka može biti inicirana zaokretom u vladinoj politici, odnosno sinhronizovanim državnim politikama obuhvaćenih zemalja, u pravcu stvaranja otvorenog i konkurentnog bankarskog tržišta, o čemu je u evropskim okvirima bilo više govora u prvoj glavi, koji je obeležen talasom deregulacije. Regionalne ekonomske integracije, poput EU ili NAFTA-e, podstiču prekograničnu aktivnost banaka koja je, obzirom na prirodu bankarske delatnosti i važnost blizine klijentima i izvorima informacija o njima, teško izvodiva bez fizičkog prisustva u drugoj zemlji. Prve studije, kao što je Goddard, Molyneux i Wilson (2001), su pokazale da su mere usmerene na otvaranje nacionalnih bankarskih tržišta u Evropi više uticale na domaće bankarske MiA nego na prekogranične, premda se i kod potonjih uočava signifikantan rast. Konsolidacija u nacionalnim okvirima se tumači kao neminovan odgovor lokalnih banaka u cilju zaštite pozicija na domaćem tržištu i odbrane od neprijateljskih preuzimanja stranih banaka koje ih veličinom premašuju. U posebno nezavidnoj situaciji su se nalazile najveće banke u

¹⁹⁹ U srpskoj praksi indikativan je primer Agrobanke kojoj je oduzeta dozvola za rad sredinom 2012. god, s tim da je prinudna uprava u banci postavljena oko pola godine ranije. U periodu koji je prethodio postavljenju prinudne uprave i u kom su se kumulirali gubici, ostaje zabeleženo da je rukovodstvo banke obznanilo planove o osnivanju banaka ćerki u susednim zemljama. Ako apstrahujemo mogućnost da je ovaj plan bio motivisan prethodno iznetim razlogom za prekograničnu ekspanziju - doprinos poslovnim rezultatima, onda se ove težnje mogu prvenstveno pripisati namerama rukovodstva da učvrsti svoju poziciju i suzbije inicijative za smenu.

Italiji i Španiji, koje su u usporedbi sa najvećim nemačkim, francuskim i britanskim bankama izgledale male; zbog čega je nacionalna konsolidacija bila prioritet kako bi se sačuvala domaća komponenta u strukturi bankarskog sektora. U Italiji je vođena aktivna državna politika koja je potpomagala navedeni proces, a nakon postizanja zadovoljavajućih rezultata u ovom procesu usledila je prekogranična ekspanzija, a kao jedna od potvrda uspešnosti ove ekspanzije stoji i činjenica da je na srpskom bankarskom tržištu najveća banka Banca Intesa koja je na naše tržište ušla 2005. god. akvizicijom Delta banke koja u tom trenutku nije imala status banke lidera.

Schildbach (2008) izdvaja četiri trenda koja odlikuju evropsko bankarstvo u poslednjim godinama: a.) konsolidacija, b.) internacionalizacija, c.) konvergencija nacionalnih bankarskih sistema i d.) rekonstrukcija poslovnih aktivnosti i specijalizacija. Trend internacionalizacije se ispoljava na tri načina. Prvo, kod evropskih banaka raste u ukupnom profitu, kao i u ukupnim prihodima, udeo koji su generisale banke ćerke u drugim zemljama. Zatim se opaža dolazak stranih banaka na evropsko bankarsko tržište, uglavnom iz zemalja u razvoju kao što su Indija i Katar, koji se može povezati sa motivom držanja koraka sa klijentima, ali i sa željom da one uče i stiču iskustvo na razvijenim bankarskim tržištima. Bankarsko tržište u SAD-u je iz istih razloga postalo interesantno za kineske banke. Poslednja manifestacija trenda internacionalizacije evropskih banaka je međunarodna disperzija njihove akcionarske strukture. Udeo međunarodnih investitora u strukturi akcionara raste, a ovaj trend je potpomognut rekapitalizacijama najvećih banaka u jeku finansijske krize, kada su državni investicioni fondovi zemalja u razvoju (*sovereign wealth funds*) odigrali bitnu ulogu sprečavajući kolaps pojedinih finansijskih institucija.

Allen et al. (2011) prave razliku između internacionalizacije bankarskog poslovanja i njegove multinacionalizacije. Internacionalizacija se vezuje za rast inostrane aktive u bilansima banaka, dok multinacionalizacija podrazumeva osnivanje supsidijara u drugim zemljama. Internacionalizacija se ispoljava preko rasta prekograničnog kreditiranja i inostranih dužničkih hartija od vrednosti. Multinacionalizacija se sreće u dva modaliteta. Prvi karakteriše preovlađujuća orijentacija supsidijara na matične banke kada se radi o

izvorima njihovog finansiranja, dok se kod drugog oni pretežno finansiraju iz finansijskih izvora u zemlji domaćina.

Tabela 21. prikazuje 10 najvećih prekograničnih MiA među EU15 zemljama u periodu do 2007. god.

Tabela 21: 10 najvećih prekograničnih merdžera i akvizicija u EU15

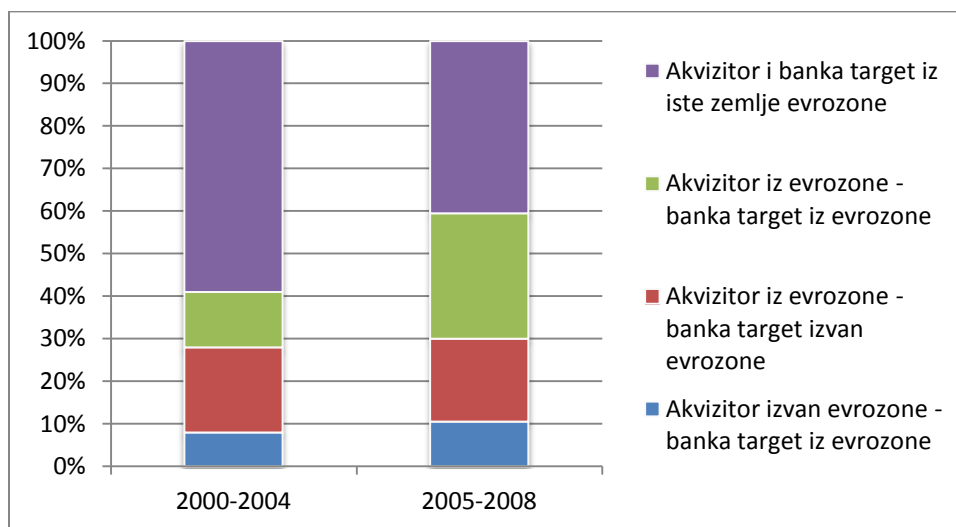
	Vrednost (mlrd €)	Godina	Lider	Zemlja	Target	Zemlja
1	71,8	2007	Royal Bank of Scotland, Fortis, Santander	V. Britanija, Belgija i Španija	ABN Amro	Holandija
2	15,4	2005	Unicredit	Italija	HVB	Nemačka
3	13,9	2004	Santander	Španija	Abbey	V. Britanija
4	11,2	2000	HSBC	V. Britanija	Credit Commerciale	Francuska
5	9,0	2006	BNP Paribas	Francuska	Banca Nazionale del Lavoro	Italija
6	7,2	2000	HVB	Nemačka	Bank Austria	Austrija
7	5,9	2005	ABN Amro	Holandija	Antonveneta	Italija
8	5,7	2007	Hypo Real Estate	Nemačka	Depfa	Irska
9	4,8	2000	MeritaNord-banken	Švedska	Unidanmark	Danska
10	4,1	1998	ING	Holandija	BBL	Belgija

Izvor: Deutsche Bank Research i PricewaterhouseCoopers.

Svojom vrednošću i kompleksnošću, u vremenskom razmaku koji je trajao od uvođenja evra do izbijanja krize, izdvaja se kolektivno preuzimanje holandske banke ABN Amro od strane tri velike banke iz tri različite zemlje EU. Posledica ovoga preuzimanja je dekomponovanje ABN Amro banke na tri dela, tako da je svaka banka prisvojila onaj deo njenog poslovanja koji je smatrala dragocnim za sopstveno napredovanje. Prve ocene nakon ovoga preuzimanja su ukazivale da je ukupna plaćena cena bila previsoka, što je u nepovoljan položaj dovelo banke akvizitore, pa nije čudno što su u prvom talasu finansijske krize pokleknule Fortis i RBS banka.

Uzimajući perspektivu domaćih i prekograničnih MiA u kojima je bar jedna banka locirana u evrozoni u istom vremenskom razmaku, za period 2000-2004. god. beležimo ukupno 485 MiA ukupne vrednosti 182 milijarde evra, dok je u periodu 2005-2008.

god.²⁰⁰ realizovano 274 MiA čija je ukupna vrednost iznosila respektabilnih 268 milijardi evra²⁰¹. Sa jedne strane, ukupan broj MiA pokazuje tendenciju značajnog pada, dok sa druge strane njihova ukupna vrednost pokazuje tendenciju jednako snažnog rasta. Rast ukupne vrednosti MiA može da se pripiše rastu vrednosti akcijskog kapitala banaka, što podiže transakcione vrednosti MiA, ali i činjenici da su u njima sada više uključene velike banke, što potvrđuje i slučaj najveće zabeležene prekogranične transakcije.



Slika 25: Struktura merđžera i akvizicija u evrozoni prema domicilnosti uključenih banaka

Izvor: ECB (2008)

Ako se dekomponuje vrednost ukupnih MiA u evrozoni na četiri tipa transakcija, u zavisnosti od porekla strana uključenih u transakciju, onda se dobijaju rezultati prikazani na slici 25. U prvom vremenskom intervalu preovlađuju domaći MiA, da bi u drugom periodu prekogranični MiA odneli prevagu, s tim da je jasno da su tome najviše doprineli MiA zaključeni između banaka čija sedišta se nalaze u različitim zemljama evrozone.

²⁰⁰ Za 2008. god. obuhvaćeno je samo prvo polugodište, kako bi se isključile transakcije u kojima je učestvovala država.

²⁰¹ U MiA se ubrajaju sve one transakcije u kojima jedna banka stiče vlasnički udeo u drugoj banci od najmanje 10% njenog sopstvenog kapitala.

Podaci o ukupnom broju MiA u EU razvrstani po zemljama i po poreklu učesnika za period od 2000. do 2006. god. su dati u tabeli 22²⁰². Obzirom da su u dotičnom periodu prekogranični MiA izvan EU²⁰³ bili iznimno retki, samo je u 2005. god. njihov broj na nivou EU bio dvocifren, izostavljeni su iz tabele.

Tabela 22: Broj realizovanih merdžera i akvizicija u EU po zemljama

	Domaći MiA							Prekogranični MiA unutar EU						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Austrija	1	2	2	0	2	1	0	1	2	0	0	0	1	0
Belgija	1	1	1	1	1	5	0	0	1	0	0	2	3	0
Češka	1	0	0	0	1	1	0	2	2	2	2	2	0	0
Danska	0	1	1	0	3	0	0	1	1	1	1	0	0	0
Estonija	1	0	0	0	0	0	0	2	0	2	0	0	3	0
Finska	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	1
Francuska	3	4	5	8	5	2	3	5	2	2	0	0	0	1
Grčka	3	1	4	1	1	0	0	1	0	1	0	1	2	0
Holandija	0	2	1	2	1	0	0	4	1	0	2	1	0	0
Irska	0	0	0	1	0	1	0	1	1	1	0	1	1	0
Italija	38	15	32	32	22	34	7	3	4	7	9	8	6	4
Kipar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
Letonija	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	2	3	0
Litvanija	2	0	0	0	0	0	0	3	1	1	0	1	0	0
Luksemburg	2	4	5	0	1	1	0	2	2	2	0	0	2	0
Mađarska	2	3	0	1	2	0	1	5	1	0	3	0	0	2
Malta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nemačka	2	13	10	13	6	9	3	2	3	4	0	1	3	1
Poljska	4	6	2	1	4	1	0	11	3	6	1	3	1	0
Portugal	4	2	1	5	1	1	1	4	0	1	4	2	1	2

²⁰² Podatke o realizovanim MiA u EU sadrže dve baze podataka - Thomson Financial SDC Platinum i Bureau Van Dijk Zephyr. Podaci iz ove dve baze se ne podudaraju, ali zbog veće relevantnosti u tabeli će biti dati podaci iz druge baze koji su bili javno dostupni. Glavni nedostatak obe baze jeste u slabijoj pokrivenosti manjih transakcija, kao što su transakcije između veoma malih kreditnih zadruga koje se ubrajaju u kreditne institucije, zbog čega njihovi podaci o MiA pre pokazuju donju granicu broja realizovanih MiA nego njihov egzaktn broj.

²⁰³ U tabeli su prekogranični MiA unutar EU raspodeljeni po zemljama u skladu sa zemljom porekla banke targeta. Isti princip se primenjuje i na prekogranične MiA izvan EU, što objašnjava njihov zanemarljiv broj. Drugačije gledano, svi MiA u kojima je banka akvizitor neka banka iz EU, a banka target neka banka iz zemlje izvan EU nisu obuhvaćeni tabelom.

Slovačka	0	1	0	1	0	0	0	1	4	2	2	0	0	0
Slovenija	0	1	0	1	0	0	0	1	1	3	0	1	1	1
Španija	4	1	7	4	4	4	2	4	1	1	3	2	1	0
Švedska	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
V. Britanija	2	7	1	1	5	5	4	0	1	0	0	1	1	0
Evrozona	58	45	69	68	45	58	16	27	17	19	18	18	21	9
EU-25	70	65	74	73	61	65	21	54	32	36	27	28	31	13

Izvor: Bureau Van Dijk Zephyr

Period od kraja 2008. god. do 2010. god. je obeležen strateškim redefinisanimjima među evropskim bankama. Težnju ka rapidnom rastu zamenile su konsideracije u pogledu obezbeđenja stabilnosti i profitabilnosti poslovanja. Istovremeno, pažnja je usmerena više ka domaćem tržištu i prioritetima na njemu, a manje ka stranim tržištima, kao što su tržišta zemalja u razvoju. Ovaj strateški zaokret je ostavio traga na MiA u evropskom finansijskom sektoru. Među realizovanim MiA prednjačili su oni u kojima su velike evropske banke koje su bile pred kolapsom nacionalizovane. Britanska vlada je postala većinski akcionar RBS banke sa 68% udela, kao i Lloyds TSB grupe sa 77%²⁰⁴. Holandska vlada je takođe obezbedila izdašan paket finansijske podrške bankarskom sektoru usmeren ka nacionalizaciji i dokapitalizaciji sledećih banaka: Fortis, ING i AEGON. Belgijska i nemačka vlada su izvršile injekcije kapitala u spornim bankama koje su u njihovoj nadležnosti. Ukupno gledano od 20 najvećih transakcija u finansijskom sektoru u 2008. god. čak 12 su činile one u kojima je na strani akvizitora figurirala vlada neke od zemalja članica EU. Privatne transakcije su se svele samo na preuzimanje Dresdner banke od strane Commerzbanke, koja je dokapitalizovana u 2009. god. od strane nemačke vlade; zatim na prodaju nemačkog ogranka Citigroup-e koji se bavio poslovima sa stanovništvom i malom privredom francuskoj Crédit Mutuel²⁰⁵ i na prodaju grupe od sedam regionalnih francuskih banaka koje su bile u vlasništvu HSBC lokalnoj Banques Populaire. Slična slika se stiče i na osnovu podataka o MiA u bankarskom

²⁰⁴ Kao izvor informacija o realizovanim MiA u ovom odeljku rada korišćeni su izveštaji Sektora za poslovno savetodavne usluge revizorsko-konsultantske kompanije PricewaterhouseCoopers. Ovim izveštajima je pokriven vremenski period od 2003. god. do danas.

²⁰⁵ Citibank Deutschland je promenila nakon akvizicije ime u Targobank.

sektoru za 2009. god. U ovoj godini po veličini kapitalnih injekcija prednjačila je nemačka vlada, koja je dokapitalizovala pored Commerzbanke još i Hypo Real Estate, HSH Nordbank i West LB.

Vladina intervencija oličena u sticanju vlasničkih udela u problematičnim bankama unela je distorziju u ukupnu vrednost MiA u evropskom bankarskom sektoru, koja je zbog toga u 2008. god. dostigla rekordnu godišnju vrednost od oko 150 milijardi evra, ali kada se isključe udeli koje je stekla država ova suma se smanjuje za preko 100 milijardi evra čime se otprilike izjednačava sa nivoom zabeleženim u 2005. god.

Sa očekivanim povlačenjem vladinih intervencija u drugoj polovini 2009. god. podižu se nade da bi se evropski MiA između privatnih subjekata mogli oporaviti u narednom periodu, obzirom da je njihova vrednost u dotičnoj godini iznosila svega 11 milijardi evra, a sa državnim kapitalnim injekcijama evropski MiA su iznosili nešto ispod 50 milijardi evra. U 2010. god. raste vrednost privatnih transakcija na 26 milijardi evra, s tim što je najveća aktivnost zabeležena u trećem kvartalu, što znači da se na oporavak ovih MiA čekalo nešto duže nego što se prvobitno očekivalo. Među realizovanim transakcijama može se izdvojiti preuzimanje nemačke Poštanske banke (*Deutsche Postbank*) od strane Deutsche Bank-e, kao i preuzimanje Société Marseillaise de Credit od strane Société Générale banke. Ove transakcije su bliske jer upućuju na učvršćivanje pozicija velikih banaka na njihovim matičnim tržištima. Od prekograničnih MiA izdvajaju se aktivnosti španske Banco Santander. Ona je preko 3 milijarde evra platila 70% vlasničkog udela u poljskoj Bank Zachodni WBK²⁰⁶, a preuzela je i 318 filijala RBS-a u Velikoj Britaniji kao i nemački ogranak švedske SEB banke.

Sa umerenim optimizmom očekivana je 2011. god. u kojoj je vrednost bankarskih MiA , oprečno nadanjima, pala na 22,7 milijarde evra. Kontrakcija MiA u bankarstvu je preslikana i na ostatak finansijskog sektora na nivou kojeg je zabeležena skromna vrednost MiA, od nepunih 38 milijardi evra, ravna onoj iz 2003. god. Restrukturiranja u

²⁰⁶ Bank Zachodni WBK je pre transakcije bila u vlasništvu irske Allied Irish Bank koja se odlučila na prodaju zbog nužnosti da podigne nivo svog kapitala. Ipak i pored toga banka je nacionalizovana krajem 2010. god.

velikim bankarskim grupama, čiji rezultat su prekomponovanja vlasničkih odnosa članica grupe²⁰⁷, i preuzimanja banaka u nevoljama su preovladavali, tako da je od 20 najvećih transakcija u finansijskom sektoru njih 14 realizovano u bankarskom sektoru. Nažalost, domaći MiA su preovlađivali spram prekograničnih. Ovo se posebno odnosi na najveće transakcije koje su evidentirane u Rusiji i Španiji, a u Velikoj Britaniji je takođe opažena povišena aktivnost. Od ruskih banaka najaktivnije su bile najveće - VTB i Sberbanka. U Španiji je nastavljena konsolidacija u bankarskom sektoru, koja se najviše opaža kod njihovih kreditnih zadruga (*Cajas*). U Velikoj Britaniji izdvajaju se akvizicija koju je obavila američka Wells Fargo banka i denacionalizacija jedne od prvih nacionalizovanih banaka u finansijskoj krizi Northern Rock. Ipak, najveća transakcija u 2011. god. se svrstava u operacije vladinih kapitalnih injekcija sprovedenih u sklopu spašavanja posrnutih banaka. Belgijska vlada je investirala 4 milijarde evra u posrnutog giganta Dexia banku preko posebne državne investicione kompanije (*Federal Holding and Investment Company*) čija je misija da upravlja portfolijom hartija od vrednosti u vlasništvu belgijske vlade.

Još više razočaravajuća od 2011. god. za celokupan finansijski sektor bila je 2012. god. U odnosu na 2011. god. vrednost investicija u akcijski kapital evropskih finansijskih institucija je porasla, ali ako se one razdele na investicije državnog i privatnog sektora, potonje beleže minimum u desetogodišnjem periodu od jedva nešto preko 30 milijardi evra. Povratak državnih kapitalnih injekcija širokog obima je posledica narastajuće dužničke krize u evrozoni koja je delovala razorno na vrednost portfolija hartija od vrednosti banaka. Ona je demotivisuća delovala na investicije privatnog sektora po dva osnova. Prvo, jer je unela neizvesnost u pogledu realne vrednosti kamatonosne aktive potencijalnih banaka targeta. Drugo, jer je potencijalne banke akvizitore primorala da rešavaju interne bilansne probleme čime je umanjila resurse slobodne za akvizicije. Dexia banka se opet našla pod pritiskom obezbeđenja opstanka, kojega ne bi bilo bez novih zajedničkih investicija belgijske i francuske vlade od 5,5 milijardi evra. Dve španske banke, Banco de Valencia i Bankia, su preuzete od strane lokalne Agencije za

²⁰⁷ Ove transakcije su opažene još u 2010. god. i u njima je najviše bila involvirana francuska BNP Paribas koja je nastojala da konsoliduje svoje poslovanje.

restrukturiranje banaka. Da bi se uspešno rešio problem Banco de Valencia, Agencija je pristala da dotičnu banku za simboličnu sumu od 1 evra proda Caixa banci. Okrećući se privatnim transakcijama primećujemo trend dezinvestiranja kod banaka koje su primile neki vid državne finansijske pomoći. Dezinvestiranje se sprovodi u dva oblika. Prvo, kroz prodaju kompanija iz bankarske grupe koje ne pripadaju bankarskoj delatnosti, i drugo kroz prodaju upakovanih kreditnih portfolija²⁰⁸ kojom se postiže sažimanje bilansa banke i podizanje kapitalnog racija na nivo koji ispunjava regulatorne zahteve.

Prodaja jedne od najvećih svetskih lizing kompanija koja se bavi lizingom zrakoplova - RBS Aviation Capital japanskoj finansijskoj grupi Sumitomo Mitsui, odnosno njenom holandskom ogranku, je najveći MiA u evropskom finansijskom sektoru zabeležen u 2012. god. i primer je prvog oblika dezinvestiranja. U ovu formu dezinvestiranja može da se uvrsti i kupovina turske Denizbank, inicijalno u vlasništvu posrnule Dexia-e koja se ubrajala među 10 najvećih banaka na turskom tržištu²⁰⁹, od strane ruske Sberbanke za 2,8 milijardi evra kao najveći prekogranični MiA. Bankarski sektor u Turskoj je označen kao jedan od najperspektivnijih za MiA u evropskim okvirima u nastupajućem periodu. Brzorastućoj ekonomiji se pridružuje relativno mali bankarski sektor, posmatrano prema udelu njegove imovine u vrednosti bruto domaćeg proizvoda, koji zajedno daju osnova za njegov snažan rast u budućnosti. Pored toga, zaduženost po stanovniku u Turskoj je veoma niska, na nivou one u Bosni i Hercegovini i Ukrajini, što dodatno ističe potencijal bankarskog sektora za daljim rastom i ekspanzijom bankarskih bilansa. Ipak, najaktivniji nacionalni bankarski sektori u 2012. god. u smislu MiA su bili španski i grčki. Caixa

²⁰⁸ Među bankama koje su pribegle prodaji upakovanih kreditnih portfolija nalaze se Barclays, Deutsche bank, ING, Banco Santander, Royal Bank of Scotland, Bank of Ireland itd. Kreditni plasmani koji su složeni u pakete namenjene daljoj prodaji na tržištu su ili oni koji predstavljaju teško naplativa potraživanja ili potraživanja koja nemaju primarni značaj za banke (*non-core loans*). Na strani tražnje za ovim kreditima nastupaju fondovi privatnog kapitala (*private equity funds*) i boljestojeće banke. Dok je slab kreditni rast podstakao boljestojeće banke da kupuju pakete kredita, fondovi privatnog kapitala su bili pokrenuti traganjem za višim prinosima u okruženju niskih kamatnih stopa, a određenu važnost su imale i kompanije specijalizovane za naplatu dugova. Interesovanje su pokazale i osiguravajuće kompanije i penzion fondovi, ali prvenstveno za performansna potraživanja koja nemaju primarni značaj. U 2011. je vrednost paketa kredita koji su bili predmet kupoprodaje iznosila 30 milijardi evra, u 2012. god. 50 milijardi evra dok su za 2013. god. projekcije PwC-a, izvedene iz anketa tržišnih učesnika, ukazivale na rast kupoprodajne vrednosti na 60 milijardi evra sa tendencijom daljeg rasta u narednim godinama. Kao predmet kupoprodaje najviše su bili zastupljeni krediti za stambeni prostor (*commercial real estate loans*) i potrošački krediti, u koje se svrstavaju i krediti po kreditnim karticama.

²⁰⁹ Sažet pregled turskog bankarskog tržišta se može naći u PwC (2010).

banka je pored Banco de Valencia akvizirala i Banca Civic-u za iznos od blizu 1 milijarde evra. Nekoliko značajnih transakcija je zabeleženo u podsektoru kreditnih zadruga čija vrednost se kretala u rasponu od 300 do 500 miliona evra. Banco Santander je bila aktivna kako na strani prodaje, prodajući manje uspešne članice svoje grupe iz Švajcarske i Češke, tako i na strani kupovine jer je od KBC banke preuzela njenog poljskog supsidijara Kredyt Bank za 790 miliona evra. Izvesno iznenađenje u pogledu nivoa aktivnosti je grčko bankarsko tržište na kojem je tržišni lider National Bank of Greece u oktobru najavila preuzimanje druge po veličini banke na tržištu EFG Eurobank Ergasias za iznos od 647 miliona evra²¹⁰. Opaženo je dezinvestiranje francuskih banaka, koje su prodajom svojih supsidijara u Grčkoj izašli sa tržišta. Emporiki banka u vlasništvu Crédit Agricole je prodana Alpha banci, a Société Générale-ova Geniki banka Pireus banci koja je preuzela i domaću ATE banku.

Prema dostupnim podacima o MiA koji uključuju evropske bankarske institucije za prvu polovinu 2013. god, glavno dešavanje jeste nacionalizacija najvećih grčkih banaka. National Bank of Greece, Pireus Bank, EFG Eurobank Ergasias i Alpha banka su od Helenskog fonda za finansijsku stabilnost primile kapitalne injekcije u iznosu od 8,7 milijardi, 7 milijardi, 5,8 milijardi i 4,1 milijardu evra, respektivno. Time je Grčka postala zemlja sa najvećim učešćem banaka u državnom vlasništvu u bankarskom sektoru u celoj Evropskoj Uniji. Kao i u slučaju drugih zemalja, kao što su Španija, Belgija, Velika Britanija i Irska, država je figurirala kao jedini subjekat koji bi mogao ponuditi pomoć i spas posrnutim bankama. Trend visoke aktivnosti na istočnoevropskim bankarskim tržištima, koji je došao do izražaja u prethodnom periodu, se nastavlja i u razmatranom periodu. Rusko i tursko tržište su bili veoma aktivni. Samo na ruskom tržištu zabeleženo je preko 50 transakcija u finansijskom sektoru. Zabeleženo je i masovno dezinvestiranje sa tržišta istočne Evrope banaka iz zapadne Evrope, što je u skladu sa tezom o povlačenju

²¹⁰ Iako je ova transakcija bila raportirana u izveštaju PwC-a ona se nije i realizovala. Glavna smetnja impementaciji dogovora bilo je mišljenje trojke kreditora grčke vlade - Evropska Unija, Međunarodni monetarni fond i Evropska centralna banka prema kojem bi stvoreni bankarski subjekat bio preveliki u odnosu na ostalu konkurenciju što bi se moglo nepovoljno odraziti na uslove na tržištu i stabilnost tržišta. Jedan od argumenata je bio da bi se samo depozitni potencijal novog subjekta kretao na nivou godišnjeg bruto domaćeg proizvoda Grčke - oko 170 milijardi evra. Zbog toga je rad na realizaciji transakcije konačno obustavljen u aprilu 2013. god, a svaka od četiri najveće grčke banke je samostalno trebala da pripremi plan svoje rekapitalizacije.

sa tržišta koja imaju periferan značaj za te banke i usredsređenje na tržišta od centralnog značaja za njihov uspeh i opstanak. Skandinavska Nordea banka se kroz prodaju svog supsidijara u Poljskoj lokalnoj PKO banci povukla sa tog, za nju perifernog, tržišta. Sve svoje supsidijare u centralnoj i istočnoj Evropi, kako iz bankarskog tako i iz drugih podsektora unutar finansijskog sektora, su prodale i Swedbank, KBC²¹¹ i ING banka.

Sumirajući poslednjih pet godina MiA u evropskom finansijskom sektoru nekoliko karakteristika se može istaći. Prvo, tokom svih ovih godina provejavao je prekomerni optimizam u pogledu povratka nivoa MiA između poslovnih subjekata na pretkrizni nivo. Vodeće transakcije su u tom periodu bile i ostale one povezane sa državnim intervencijama kojima se predupređivala propast banaka koje su, uglavnom, imale status nacionalnih šampiona. Drugo, u privatnim transakcijama se može opaziti težnja ka optimizaciji i podešavanju poslovnih struktura uključenih strana prema aktuelnim i realnim poslovnim potrebama. Iz ugla jedne strane, razlozi za transakcije su bili defanzivne, a iz ugla druge strane ofanzivne prirode. Njihov zajednički cilj je postizanje veće stabilnosti i održivosti poslovanja i dovođenje u vezu postojećih kapaciteta sa obimom poslovanja kako bi se ojačali prinosi. Treće, glavni motor MiA u finansijskom sektoru je bio bankarski sektor. Odluka organa EU kojima je finansijska pomoć bankarskim grupama uslovljena njihovim dekomponovanjem i restrukturiranjem je delovala kao katalizator za MiA, jer bi drugačije ove grupe došle do konkurentске prednosti u odnosu na zdravije institucije kojima pomoć nije bila neophodna. Posledica toga su prekogranična dezinvestiranja pogođenih bankarskih grupa, pogotovo ona u centralnoj i istočnoj Evropi. Obzirom na smanjen interes potencijalnih kupaca ovih supsidijara, realno je očekivati da fondovi privatnog kapitala ili neki drugi poslovni subjekti, kao što je to Telenor u Srbiji, popune manjak na strani tražnje za ovim supsidijarima. Konačno, evropski finansijski sektor je postao interesantan za finansijske

²¹¹ Ugovor o preuzimanju srpskog supsidijara KBC banke potpisan je 29. aprila 2013. god. sa Telenor kompanijom koja je vodeći mobilni operater u Srbiji. Telenor je zvanično preuzeo srpsku KBC banku 19. decembra 2013. god. Time je okončan proces kupovine i preuzimanja KBC banke koja bi po planu trebalo da promeni ime u Telenor banka u toku 2014. god. Obzirom na poslovne planove i ciljeve novog vlasnika, portfolio klijenata koji obuhvata fizička lica, preduzetnike, mala i srednja preduzeća stare KBC banke je prenet Société Générale banci u Srbiji. Ovim potezom se preuzimanje KBC banke svelo zapravo na kupovinu bankarske licence, do koje se jako teško i u dugotrajnom postupku dolazi zbog opreznosti i konzervativnosti koju po ovom pitanju ispoljava Narodna banka Srbije.

institucije iz zemalja u razvoju koje su u potrazi za obećavajućim investicijama, neophodnom ekspertizom u poslovanju i rastom, s tim da se ovo interesovanje više opaža u nebankarskom delu finansijskog sektora.

Tabela 23: Broj stranih supsidijara u zemljama EU

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Austrija	10	12	12	12	11	14	15	15	13	13	16	21	18
Belgija	21	22	22	21	20	23	20	21	22	21	21	20	21
Danska	7	9	10	10	8	7	6	6	6	6	6	6	5
Finska	1	3	3	3	5	5	5	6	7	7	6	5	4
Francuska	169	173	157	136	117	114	107	106	94	76	64	60	56
Grčka	2	2	2	3	5	5	10	7	7	7	7	6	5
Holandija	12	14	14	13	12	12	12	11	10	9	10	10	9
Irska	24	25	25	20	21	22	21	24	23	22	17	16	15
Italija	6	7	7	7	6	10	13	15	16	16	16	17	17
Kipar	6	7	10	9	9	9	8	7	8	8	6	5	5
Luksemburg		86	82	79	79	74	73	71	71	75	71	68	66
Malta	4	5	6	8	8	9	9	10	10	10	11	11	11
Nemačka	22	21	22	20	21	22	22	21	29	31	26	25	22
Portugal	10	9	9	11	9	9	10	11	11	11	8	7	7
Španija	37	43	39	43	42	41	41	37	35	33	33	33	33
Švedska	8	7	7	9	9	11	8	7	6	7	6	6	6
V. Britanija	15	16	16	14	19	17	19	16	16	16	16	16	16
Ukupno	354	461	443	418	401	404	399	391	384	368	340	332	316

Izvor: EU banking structures 2013.

Penetracija bankarskog tržišta zapadnoevropskih zemalja od strane banaka iz ostatka EU može se sagledati iz tabele 23. na kojoj je dat broj banaka supsidijara u svakoj od zemalja čije matične banke imaju sedište u nekoj od EU zemalja. Maksimalni broj supsidijara je zabeležen u 2001. god. kada je iznosio 461, pri čemu je broj supsidijara samo u Francuskoj i Luksemburgu predstavljao čak 55% njihovog ukupnog broja. Nakon kulminacije broja banaka supsidijara u 2001. god. dolazi do konzistentnog opadanja tog broja tako da se njihov broj u 2012. god. sveo na 316. Opadanje broja supsidijara ne bi

trebalo automatski tumačiti kao negativan signal u procesu formiranja panevropskog bankarskog tržišta, jer se on uklapa u trend nacionalne konsolidacije u bankarskom sektoru EU zemalja.

Ipak, slika o evropskom sentimentu EU banaka, kojim se izražava njihova spremnost da kao matično tržište tretiraju evropski ekonomski prostor, je kompletna tek kada se u obzir uzmu poslovne jedinice EU banaka koje posluju u drugim EU zemljama bez statusa pravnog lica. Druga bankarska direktiva je otvorila bankama mogućnost da na ovaj način organizuju svoje poslovanje u evropskim integracijama uključenim zemljama. U tabeli 24. dat je prikaz broja takvih filijala u obuhvaćenim zemljama²¹². Za razliku od broja supsidijara koji je konzistentno opadao od 2001. god, broj filijala je dostigao maksimum 2008. god. u kojoj je iznosio 678, da bi se u naredne tri godine držao blizu tog broja, a skroman pad njihovog broja je zabeležen tek u 2012. god. Velika Britanija je do 2008. god. figurirala kao zemlja sa najviše filijala, da bi od te godine primat pripao Nemačkoj. Po logici stvari, zemlje sa najvećim brojem filijala su i zemlje sa najvećim bankarskim tržištem. Obzirom da je broj ukupnih filijala preovlađivao u odnosu na broj supsidijara tokom celog perioda, mogao bi se izvesti zaključak da je takav način istupanja na tržištima drugih zemalja EU privlačniji.

Za ocenu delotvornosti poslovanja u drugoj zemlji EU preko supsidijara ili preko filijala svrsishodno je sagledati njihov udeo, gledano kroz ukupnu imovinu, u nacionalnim bankarskim sektorima, čime se aproksimira njihova tržišna uspešnost. Rezultati ovog testa su prikazani u tabeli 25. U velikoj većini zemalja poslovanje preko supsidijara se potvrdilo kao efektivnije. Njihovo učešće u ukupnoj aktivni bankarskog sektora je višestruko veće nego kod filijala. Velika Britanija je jedinstven slučaj zbog toga što je udeo filijala banaka iz EU u ukupnoj aktivni tamo najviši, a maksimalnu vrednost od skoro 40% je dostigao u 2003. god. U Španiji i Švedskoj udeo filijala takođe premašuje udeo supsidijara, ali su u oba slučaja njegove vrednosti veoma male. U drugoj krajnosti nalazi

²¹² Podaci u tabeli 24. su iskazani na način da ukoliko jedna banka ima dve ili više filijala u nekoj zemlji EU, ove filijale budu računane kao jedna, jer se njihovo postojanje i poslovanje vezuje za istog pravnog subjekta. U tabeli 23. podaci o supsidijarima nisu bili reprezentovani na ovaj način, odnosno ako se desi da ista banka ima osnovana npr. dva supsidijara u istoj zemlji oni odvojeno ulaze u obračun, računaju se kao dva a ne jedan, jer se radi o odvojenim pravnim subjektima.

se slučaj Luksemburga kod kojeg skoro 80% bankarskog sektora zauzimaju supsidijari banaka iz EU.

Tabela 24: Broj filijala stranih banaka u zemljama EU

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Austrija	13	15	15	18	18	25	25	26	30	29	30	30	28
Belgija	34	35	36	38	36	41	46	49	47	46	49	38	35
Danska	9	9	8	16	15	17	17	18	16	17	20	21	19
Finska	5	18	19	18	19	19	22	21	20	21	22	22	20
Francuska	63	61	59	58	62	61	64	69	74	74	71	69	65
Grčka	13	13	14	14	19	19	20	22	24	24	21	19	18
Holandija	18	19	19	20	22	22	16	28	33	34	32	32	34
Irska	28	32	31	31	31	31	31	31	31	32	33	37	35
Italija	45	50	47	49	50	58	65	71	73	72	68	70	69
Kipar	6	5	5	5	4	4	4	9	8	9	9	9	11
Luksemburg		55	48	43	39	34	31	31	32	30	30	29	30
Malta	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Nemačka	61	57	62	64	62	69	68	66	83	85	89	91	88
Portugal	23	23	21	22	26	24	23	23	25	25	24	22	22
Španija	40	48	50	49	53	57	62	71	78	81	80	79	77
Švedska	17	17	16	15	17	18	21	20	22	20	21	25	23
V.Britanija	93	86	84	82	81	81	83	81	81	77	71	68	66
Ukupno	468	543	534	542	554	580	598	637	678	677	671	662	641

Izvor: EU banking structures 2013.

Zbir udela stranih filijala i supsidijara pokazuje tržišno učešće stranih banaka. u domaćem bankarskom sektoru. Posmatrajući tabelu 25. opaža se da je u većim zemljama osvajanje tržišta teži zadatak. Tako je u 2012. god. tržišno učešće stranih banaka u Španiji, Nemačkoj, Francuskoj i Italiji svega 9,08%, 12,18%, 10,84% i 13,48%, respektivno. Za razliku od ovih zemalja strane banke su dominantne u Luksemburgu, Finskoj, Irskoj i od finansijske krize i u Belgiji.

Tabela 25: Udeo stranih supsidijara i filijala stranih banaka u ukupnoj aktivi bankarskog sektora zemalja EU

	2003			2006			2009			2012		
	Supsidijari	Filijale	Ukupno	Supsidijari	Filijale	Ukupno	Supsidijari	Filijale	Ukupno	Supsidijari	Filijale	Ukupno
Austrija	19.07%	0.57%	19.64%	18.48%	1.05%	19.53%	18.35%	1.05%	19.40%	21.01%	1.20%	22.21%
Belgija	18.99%	4.69%	23.68%	19.32%	5.54%	24.87%	53.13%	7.59%	60.72%	48.64%	15.48%	64.12%
Danska	17.77%	4.33%	22.10%	15.19%	4.95%	20.14%	16.34%	3.56%	19.91%	12.19%	4.39%	16.58%
Finska	0.39%	7.01%	7.40%	51.14%	5.34%	56.48%	62.74%	4.36%	67.09%	59.95%	7.00%	66.94%
Francuska	8.18%	2.78%	10.96%	8.67%	2.29%	10.96%	8.73%	2.04%	10.76%	8.82%	2.02%	10.84%
Grčka	13.01%	8.98%	21.99%	27.28%	10.08%	37.36%	13.29%	7.81%	21.10%	7.52%	8.86%	16.39%
Holandija	9.86%	1.88%	11.73%	12.37%	2.40%	14.77%	2.41%	2.93%	5.34%	6.00%	5.56%	11.56%
Irska	33.70%	12.13%	45.83%	32.98%	10.48%	43.45%	40.46%	9.46%	49.92%			
Italija	1.24%	4.42%	5.66%	8.42%	6.21%	14.62%	5.92%	6.39%	12.32%	6.53%	6.95%	13.48%
Kipar	12.81%	8.47%	21.28%	24.91%	5.40%	30.31%	32.38%	4.59%	36.97%	25.92%	8.66%	34.58%
Luksemburg	79.28%	14.48%	93.76%	79.47%	14.82%	94.29%	73.95%	16.64%	90.59%			
Malta	39.38%		39.38%	37.97%		37.97%	36.31%		36.31%	30.35%		30.35%
Nemačka	4.58%	1.37%	5.95%	9.31%	1.81%	11.12%	8.30%	2.45%	10.76%	8.40%	3.78%	12.18%
Portugal	21.61%	4.85%	26.47%	16.41%	6.09%	22.50%	16.72%	6.39%	23.11%	12.53%	8.13%	20.66%
Španija	5.19%	5.89%	11.08%	3.85%	7.51%	11.36%	3.55%	6.63%	10.18%	3.52%	5.56%	9.08%
Švedska	0.39%	6.41%	6.80%	0.45%	8.57%	9.01%	0.45%	6.38%	6.83%	0.43%	7.95%	8.38%
V. Britanija	9.60%	39.21%	48.80%	12.25%	36.95%	49.21%	11.73%	34.05%	45.79%	13.67%	32.37%	46.03%

Izvor: European Central Bank Structural Financial Indicators

Objašnjenje za dominaciju supsidijara nad filijalama, gledano po njihovim udelima, jesu prekogranični MiA. Očigledno je da je preuzimanje kreditnih institucija u drugim zemljama bio glavni kanal penetracije njihovih tržišta. Međutim, ono što je izostalo nakon tih preuzimanja, a moglo je da vodi rastu značaja filijala, jeste transformacija stranih supsidijara i refedinisanje korporativne strukture strane bankarske grupe na način da se ukida pravni subjektivitet supsidijara i da njihove poslovne jedinice postaju filijale centralizovane strukture kojom upravlja menadžment iz matične zemlje. Ovaj potez bi dao puni smisao namerama artikulisanim kroz Drugu bankarsku direktivu, jer se poslovanje preko supsidijara smatra zaobilaženjem primene dotične direktive. Tako se umesto jedinstvene jake centralizovane strukture u bankarskom sektoru razvila holding struktura u najvećim bankarskim grupama.

Razloge za preferenciju supsidijara iznosi Dermine (2006). Glavni razlog za ovu preferenciju je izolacija matične banke od rizika kojima je izložen njen supsidijar u inostranstvu. Akcionari i poverioci matične banke mogu ispoljiti nepoverljivost, što se prelama kasnije kroz cenu kapitala, zbog opasnosti da se preko filijala u stranim zemljama koje nemaju status pravnog lica realizuje nesolidno ponašanje koje se manifestuje u prekomernom finansiranju iznimno rizičnih projekata u tim zemljama²¹³. Obzirom da to mogu biti zemlje sa kojima ni akcionari ni poverioci nisu dovoljno familijarni, što znači da mogu biti obmanuti i prevareni, oni će preferirati multi-subjektну strukturu bankarske, ili u opštem slučaju finansijske²¹⁴, grupe. Interesi deponenata i akcionara se na taj način najbolje štite. Smeštanje poslova u stranim zemljama u supsidijare koji poseduju pravni i poslovni kapacitet deluje kao najefikasnija mera izolacije rizika²¹⁵. Drugi razlog za mrežu supsidijara je iskorišćavanje benefita instituta osiguranja depozita²¹⁶. Mreža filijala pogoduje više

²¹³ Prema Esty (1999) ovo ponašanje se klasifikuje kao premeštanje rizika (*risk shifting*).

²¹⁴ Na nivou finansijske grupe to bi značilo registraciju različitih kompanija za različite podsektore u finansijskom sektoru. Npr. poslovanje sa hartijama od vrednosti može biti organizovano u samoj banci ili u zasebnoj brokersko-dilerskoj kući čiji inokosni vlasnik je banka. Na analogan način, određeni poslovi osiguranja mogu da se organizuju unutar banke ili je moguće osnovati zasebnu osiguravajuću kompaniju.

²¹⁵ U nekim izvorima sreće se termin formiranja obruča (*ring fencing*) kojim se opisuje naum osnivanja supsidijara.

²¹⁶ Ovaj institut ima svojstvo put opcije (pravo na prodaju) za matičnu banku. Ako je ona nezadovoljna sa poslovanjem supsidijara može podmirenje i isplatu svih njegovih obaveza preneti na agenciju za osiguranje depozita, čime se lišava bilo kakvog daljeg angažmana po tom pitanju. Korišćenje put opcije je izvesnije što su gubici supsidijara veći, odnosno što su manje šanse da je njegov sopstveni kapital pozitivna veličina.

institucijama koje se bave osiguranjem depozita, iako se to možda na prvi pogled takvim ne čini, jer je solidarnost unutar mreže jača. U slučaju upadanja u nevolju određenih filijala vrši se interna redistribucija resursa u mreži i pružanje neophodne pomoći takvim filijalama, što obara verovatnoću njihovog bankrotstva, ali i očekivanu isplaćenu sumu koju izdvaja agencija za osiguranje depozita ako do tog nepovoljnog događaja zaista i dođe. Sa druge strane, verovatnoća bankrotstva nekog supsidijara u mreži supsidijara je veća, jer nema tako čvrste obligacije od strane matične banke da preuzme zadatak njegovog finansijskog osnaženja. Efektivnost drugog razloga se delimično pobija argumentom okrnjene reputacije. Propast supsidijara neke velike bankarske grupe negativno utiče na njen renome i percepciju kod poslovnih partnera i klijenata, ali i šire javnosti. Ipak, ako se oceni da su troškovi spašavanja uzdrmanog supsidijara veći od gubitka reputacije grupe, epilog zatvaranja supsidijara je realan²¹⁷. Treći adut za izbor supsidijara je odvojen listing hartija od vrednosti što povećava transparentnost poslovanja i omogućava tržišnu ocenu njegove uspešnosti. Takođe, rast broja dostupnih hartija za trgovanje čini sistem cena potpunijim i informativnijim.

Dilemu izbora između supsidijara ili filijala blago kontroverznom čini odluka italijanske Intesa Sanpaolo u smiraj prvog talasa finansijske krize. U septembru 2009. god. ova banka je odlučila da lansira novi štedni proizvod za građane - Intesa Uno. Proizvod je plasiran u sledećim zemljama: Srbija, Hrvatska, Mađarska, Rumunija, Rusija, Slovačka i Albanija. Posebnost ovog proizvoda jeste što su kao garancija za položeni novac u banku paralelno služile institucije za osiguranje depozita u ovim zemljama, ali i direktna garancija matične banke Intesa Sanpaolo. Svi klijenti su tako nakon oročavanja sredstava dobijali garanciju banke u pisanoj formi koja je trebalo da ih uveri u maksimalnu sigurnost njihovih depozita. Ono zbog čega je ovaj proizvod od značaja za analizu izbora između filijala i supsidijara jeste što se tako potire glavni razlog za izbor supsidijara. Naime, akcionari i deponenti matične banke preuzimaju rizik da u slučaju propasti supsidijara u nekoj od navedenih država, vlasnici Intesa Uno računa mogu da potražuju svoja sredstva od matične banke. Njihov ulog u banku tada direktno dolazi

²¹⁷ Argentinska kriza u 2002. god. stavila je pred ovu dilemu određene bankarske grupe koje su imale supsidijare u toj zemlji. Jedna od njih je i francuska Crdit Agricole koja je u Argentini poslovala preko tri svoja supsidijara: Banco Bisel, Banco Sugia i Banco de Entre Rios. Francuska grupa je procenila da spašavanje tih supsidijara nije isplativo i shodno tome nije intervenisala, prepuštajući posao stečaja nadležnim argentinskim institucijama.

pod rizik. Ovako dizajniranim štednim proizvodom deo obaveza supsidijara se zapravo konvertuje u obavezu filijale po svojim konsekvencama.

Pored tri osnovna razloga za poslovanje preko supsidijara na stranom tržištu postoje i dodatni razlozi. Dogovor oko prekograničnih MiA u kojima učestvuju partneri koji su slični po svojoj veličini može se ubrzati ukoliko se zasniva na očuvanju njihovog pravnog identiteta. Ovaj potez suzbija otpor koji top menadžment može ispoljiti prema ovakvim planovima, jer ih uverava u to da će oni zadržati svoje pozicije. Drugi dodatni razlog je što poslovanje preko supsidijara jača bliskost sa stranim okruženjem. Različita lokalna poslovna udruženja, kao što su udruženja banaka, primaju u članstvo samo poslovne subjekte koji su registrovani u samoj zemlji. Ako se posluje preko mreže filijala, onda je isključena mogućnost za članstvom i preko njega vršenjem uticaja na uslove poslovanja. U ovom smislu banke su stavljene pred izazovom izbora između ekonomije obima, koju promoviše mreža filijala i puštanja dubljih korena u stranom okruženju, što promoviše mreža supsidijara. Treći razlog je povezan sa razrešenjem potencijalnih nesuglasica sa klijentima, jer oni preferiraju da sve sporove rešavaju u okvirima svog pravnog sistema sa kojim su dobro upoznati i u koji imaju više poverenja, što je nedvosmisleno ispunjeno ako se radi o supsidijarima. Konačno, poslovanje preko supsidijara olakšava ocenu uspešnosti i održivosti njegovog poslovanja, dok se ocena istih parametara kod filijala zasniva na alokaciji brojnih zajedničkih troškova što otvara prostora proizvoljnosti, a ocena performansi postaje aproksimativna veličina. Konačno, poslednji sporedni razlog za izbor supsidijara je fleksibilnost. Daleko je jednostavnije i brže prodati supsidijara nego filijale u stranoj zemlji.

Značajan broj studija je detaljno analizirao efekte prekograničnih MiA u bankarskom sektoru. U ovim studijama se koriste uobičajeni pristupi za ocenu uspešnosti sprovedenih MiA. Sa jedne strane, prati se stvaranje vrednosti za akcionare koja se meri ostvarenim prinosom na akcije koji se menja u zavisnosti od promene tržišne cene akcija u periodu koji prethodi objavi MiA i u periodu koji nastupa posle nje²¹⁸. Sa druge strane, porede se post-MiA performanse akvizitora i banke targeta sa performansama pre realizacije MiA, za šta se koriste podaci iz računovodstvenih izveštaja. Campa i

²¹⁸ Konvencija je da se prati kretanje prinosa u vremenskom prozoru koji najdalje pada 90 dana pre objave MiA ili 30 do 60 dana po objavi.

Hernando (2006) koriste obe procedure za ocenu efekata MiA. Domaći MiA se kotiraju bolje od prekograničnih kada se posmatra prinos na akcije banaka targeta. Akcionari banaka targeta u domaćim MiA ostvaruju značajno veće viškove prinosa²¹⁹ na akcije nego akcionari prekograničnih banaka targeta. Za razliku od njih, kod akcionara banaka akvizitora se ne opaža statistički značajna promena u prinosima na akcije. Campa i Hernando (2004) su sprovedi i sveobuhvatniju analizu kumulativnog viška prinosa na akcije, u različitim vremenskim prozorima, na uzorku koji pokriva 262 MiA u svim privrednim sektorima na nivou EU. U regresionoj analizi su koristili posebnu veštačku promenljivu za MiA u finansijskom sektoru, čime su kompletan sektor izdvojili iz grupe regulisanih privrednih sektora²²⁰ za koje je inače potvrđeno da učesnicima u MiA donose inferiorne viškove prinosa u odnosu na one ostvarene u MiA koji se realizuju u neregulisanim sektorima. Dobijeni rezultati su pokazali da su MiA u finansijskom sektoru relativno nepovoljni za kompanije targete i kompanije akvizitore, a pogotovo nepovoljni ako se radi o prekograničnim MiA jer su tu prinosi daleko ispod prosečnih prinosa na akcije koji se beleže kod standardnih MiA na nivou svih privrednih sektora. Zapravo, sa stanovišta stvaranja vrednosti za akcionare posmatrano kroz prinos koji oni ostvaruju na osnovu svog ulaganja u finansijske institucije, dobijeni rezultati sugerišu da su prekogranični MiA u finansijskom sektoru za njih veoma neprivlačni i da bi preporuka bila pre da se takvi MiA izbegavaju nego da se sprovede.

Slična diferencijacija se primećuje i kada se razmatra kretanje finansijskih pokazatelja. Kod banaka targeta se ne uočava statistički značajna promena u finansijskim pokazateljima kao što su prinos na kapital ili CI ratio nakon MiA. Međutim, kod banaka akvizitora ovde se opaža statistički značajna razlika kod CI racia između domaćih i prekograničnih MiA čija je dobijena vrednost kontradiktorna. Intuitivno se očekuje da domaći MiA obezbeđuju bolje izgleda za redukciju troškova, ali prema Campa i Hernando (2006) ispada da banke akvizitori angažovani u prekograničnim MiA beleže

²¹⁹ Višak prinosa se definiše kao razlika između stvarno realizovanog prinosa i očekivanog prinosa na akciju obračunatog CAPM modelom.

²²⁰ Visoko regulisani privredni sektori su oni u kojima je prisutan značajan državni upliv u poslovanje privatnih kompanija ili oni u kojima je visoko učešće u ukupnoj proizvodnji preduzeća koja se nalaze u državnom vlasništvu. Tipično u ove sektore spadaju sektori koji se javljaju unutar delatnosti rudarstva, transporta, informisanja i komunikacija, finansijske delatnosti itd. U visoko regulisanim privrednim sektorima očekuje se slabiji rast prinosa na akcije zbog većih izgleda za državno mešanje ili intervenciju u sektoru koja može da uspori ili obustavi proces korporativnog restrukturiranja iz kojeg proističe popravljanje poslovnih performansi kompanija.

bolji CI racio od onih u domaćim MiA. Time se dolazi do rezultata koji je delimično suprotan rezultatu koji je dobio Vander Vennet (2002) po kome u prekograničnim MiA nije utvrđen rast efikasnosti uključenih banaka. Ipak, Vander Vennet (2002) nije direktno komparirao domaće i prekogranične MiA, a i post-MiA vremenski horizont mu je bio značajno kraći dok se on kod Campa i Hernando (2006) proteže na četiri godine.

Konačno, Altunbas i Marqués-Ibáñez (2008) su nastojali da sprovedu minuciozniju analizu determinanti uspešnosti MiA u bankarstvu ispitujući važnost strategijskih bliskosti između banaka akvizitora i targeta. Oni su koristili podatke iz računovodstvenih izveštaja. Dve premise njihovog rada su da kompatibilnost poslovnih strategija uključenih banaka i tip MiA - domaći ili prekogranični - determinišu post-MiA finansijske rezultate novonastalog finansijskog subjekta. Oni u svojoj analizi regresiraju promenu prinosa na kapital, dobijenu kao razliku prinosa na kapital posle merdžera i ponderisanog prinosa na kapital dve banke pre merdžera, na set varijabli kojima se opisuju strateška obeležja banaka i tri kontrolne varijable. Kontrolne varijable su vreme kao veštačka varijabla, relativna veličina banke targeta u odnosu na banku akvizitora i performanse banke akvizitora pre merdžera. Već kod ovih varijabli uočavaju se razlike između domaćih i prekograničnih MiA. Domaći MiA se uobičajeno sprovode sa idejom da se njihove koristi manifestuju u sniženim troškovima i povećanju efikasnosti poslovanja. Preklapanje kapaciteta i optimizacija tehnoloških rešenja su izvor ovih koristi koje se mogu lakše i brže realizovati što su banke targeti manje od banaka akvizitora. Zbog toga bi trebalo da je regresioni koeficijent ispred ove kontrolne varijable negativan za domaće MiA. Oprečno tome, očekuje se da ovaj koeficijent bude pozitivan kod prekograničnih MiA jer su oni vođeni postizanjem drugih vrsta koristi - kao što su poboljšanje i diversifikacija prihoda, što se uspešnije realizuje što je banka target veća i bliža po veličini banci akvizitoru.

U strateške varijable ubrajaju se: struktura aktive i pasive, struktura prihoda i rashoda, nivo sopstvenog kapitala, profil kreditnog rizika, profitabilnost, likvidnost i finansijska inovativnost. Altunbas i Marqués-Ibáñez dolaze do rezultata po kome i kod domaćih i kod prekograničnih MiA dolazi do rasta prinosa na kapital koji iznose 1,2% i 2,5%, respektivno. Ovaj rast prinosa se generalno pripisuje kompatibilnosti strateških obeležja

uključenih strana. Kod oba tipa MiA sličnost između banaka u pogledu nivoa efikasnosti, merenog udelom ukupnih troškova u ukupnim prihodima, i značaja depozitnih izvora finansiranja, merenog odnosom ukupnih kredita i ukupnih depozita, povoljno utiču na promenu prinosa na kapital. Kod domaćih MiA sličnosti među bankama u pogledu kompozicije aktive i značaja nekamatnih prihoda se povoljno odražavaju na prinos na kapital. Međutim, ponekada su različitosti poželjne i doprinose rastu prinosa kao što je slučaj sa nivoom sopstvenog kapitala i bankarskim tehnologijama i finansijskim inovacijama. Smatra se da pripajanje manje banke sa slabijom stopom kapitala većoj banci sa višom stopom kapitala indicira pozitivnu vezu između kapitala i profita što znači da iz veće razlike u stopama kapitala između uključenih banaka proističe veći rast prinosa na kapital posle merđžera. Razlike u investicijama u bankarske tehnologije između banaka koje su predmet MiA će takođe povoljno delovati na post-MiA performanse jer će banke koje su ulagale manje profitirati iz pristupa tehnologijama partnera koji je ulagao više u njih.

Rezultati kod prekograničnih MiA se u pristojnoj meri razlikuju u odnosu na domaće MiA. Što je veća razlika u profilu kreditnog rizika i kompoziciji aktive to je ocenjeno da su bolje post-MiA performanse. Prema dobijenim rezultatima, razlika u značaju nekamatnih prihoda takođe pospešuje post-MiA performanse, ali nije statistički značajna. Iz ovoga proishodi da motiv za prekogranične MiA jeste primarno izgradnja nove banke čija veličina garantuje aktivnije učešće u poslovima investicionog bankarstva. U suprotnosti sa domaćim MiA, razlike u investicijama u bankarske tehnologije i u stopama kapitala deluju negativno na prinose na kapital. Ove dve strateške varijable ukazuju da je teško postići uspeh u integraciji subjekata čije poslovne strategije se fundamentalno razlikuju. Nekompatibilnost tehnologija i struktura finansiranja su značajne prepreke u prekograničnim MiA.

3. Pokazatelji finansijske integracije

Razvoj pokazatelja finansijske integracije, putem kojih bi se pratila evolucija integracije tržišta finansijskih usluga, nije držao korak sa legislativnim inicijativama u EU i drugim konkretnim pokretačima finansijske integracije. Ako se kao ishodište sveobuhvatnog projekta integracije nacionalnih finansijskih sistema zemalja EU uzme 1988. godina i Ćekinijev izveštaj koji je u njoj predstavljen, a ne bi bilo neopravdano uzeti i 1985. godinu kao referentnu, onda se vremenski jaz od gotovo 15 godina koliko je proteklo do prvih studija posvećenih pokazateljima finansijske integracije, čini predugačkim i teško objašnjivim.

Na sastanku ECOFIN-a²²¹ (Economic and Financial Affairs Council) u julu 2000. godine zatraženo je od Komisije da se pripremi predlog pokazatelja putem kojih bi se pratio napredak u realizaciji ekonomskih koristi koje se očekuju od integracije sektora finansijskih usluga. Time je pokrenut rad na četiri studije koje su se bavile sledećim pitanjima: a.) Da li postoje, i ako postoje kolike su, koristi od daljeg napretka u finansijskim integracijama u EU?; b.) Koji je nivo finansijske integracije trenutno dostignut, i koje inicijative bi trebalo preduzeti?; c.) Kako se razvijala efikasnost finansijskog sektora, pogotovu u poređenju sa efikasnošću zabeleženoj u SAD?; d.) Koji su to posebni aspekti/segmenti finansijskog sektora, kod kojih analiza relevantnih pokazatelja ukazuje da su potrebne dalje izmene u politici finansijskih usluga na nivou EU?²²²

Adam et al. (2002) su predstavili studiju koja je usko posvećena pokazateljima finansijske integracije. Studija je sastavljena oko tri noseća cilja. Prvo, da se sačini iscrpan pregled aktuelne literature posvećene indikatorima sa svim primenjenim metodološkim pristupima. Drugo, da se metodološki pristupi u obračunu pokazatelja kritički ocene kako bi se izdvojili najpodesniji pokazatelji koji će se u skladu sa dostupnim podacima koristiti za utvrđivanje dostignutog nivoa finansijske integracije.

²²¹ Kolokvijalni naziv za Savet ministara u EU kada su učesnici ministri finansija i ekonomije zemalja članica koji na sastanku raspravljaju o temama i pitanjima vezanim za ekonomsku i monetarnu uniju, kao što su: koordinacija ekonomskih politika, monitoring budžetskih politika zemalja članica i njihovih javnih finansija, pitanja kretanja kapitala i funkcionisanja finansijskog tržišta i sl.

²²² European Commission (2003).

Treće, da se iznesu konkretni predlozi kako da se izvedu poboljšanja u relevantnoj metodologiji kako bi se došlo do optimalnih pokazatelja integracije. U studiji se pokazatelji razvrstavaju na 4 grupe:

1. pokazatelji integracije tržišta kredita i tržišta obveznica
2. pokazatelji integracije tržišta akcija
3. pokazatelji integracije zasnovani na ekonomskim odlukama građana i preduzeća
4. pokazatelji institucionalnih razlika koje mogu usloviti segmentaciju finansijskog tržišta

Baele et al. (2004) u izlaganju pokazatelja integracije ističu da bi preovlađujući uticaj trebalo da imaju pokazatelji koji proističu iz provere važenja zakona jedinstvene cene. Po dotičnom zakonu one finansijske aktive koje imaju identične rizike i obećane prinose bi trebalo da imaju identičnu cenu bez obzira na poreklo izdavaoca/emitenta i investitora, odnosno na lokaciju na kojoj se sa njima obavljaju transakcije. Podrazumeva se da posmatrane finansijske aktive dele i neke druge karakteristike koje ih čine "perfektnim" supstitutima, kao što su likvidnost, ročnost i sl. U slučaju da zakon ne važi u praksi, privremeno ili trajno, otvorila bi se prilika za arbitražnu aktivnost koja bi omogućila arbitražerima bezrizičnu eksploataciju mogućnosti za profit. Posledično, arbitražeri bi svojim aktivnostima restaurirali važenje zakona jedinstvene cene, koji bi ponovo bio uspostavljen kada bi mogućnosti za profit bile iscrpljene. Do ovoga pak neće doći ukoliko postoje smetnje i ograničenja koji ne dozvoljavaju arbitražnu aktivnost, što se uglavnom podudara sa diskriminatornim tretmanom koji proizlazi iz različitih rezidentnosti arbitražera. Ova situacija odgovara niskom nivou finansijske integracije. U njihovoj klasifikaciji izdvajaju se tri grupe pokazatelja:

1. pokazatelji integracije zasnovani na cenama (*price-based measures*)
2. pokazatelji integracije zasnovani na vestima (*news-based measures*)
3. pokazatelji integracije zasnovani na kvantitetima (*quantity-based measures*)

Prve dve grupe pokazatelja direktno proishode iz zakona jedinstvene cene, dok treća grupa pokazatelja ima komplementaran karakter jer upućuje na aspekte integracije koji

su van okvira postavljenog dotičnim zakonom. Pokazateljima zasnovanim na cenama meri se raskorak u ceni ili prinosu finansijskih aktiva koji se objašnjava njihovim geografskim poreklom. U meri u kojoj su finansijske aktive bliske po svojim karakteristikama poređenje njihovih cena i prinosa se može vršiti direktno. Ukoliko materijalno bitne razlike postoje među aktivama, onda se poređenje cena i prinosa vrši po njihovoj korekciji čiji je cilj da cene i prinosi budu uporedivi. U osnovi, ovi pokazatelji sublimiraju disperziju kamatnih spreadova i diferencijala u stopama prinosa na odabrane aktive. Takođe, prekogranične varijacije u cenama i prinosima aktiva u poređenju sa istim varijacijama unutar zemalja jesu korisna smernica za ocenu nivoa finansijske integracije.

Pokazatelji zasnovani na vestima imaju za cilj da izdvoje efekte ekonomski relevantnih informacija na determinisanje cena finansijskih aktiva. Ovim pokazateljima se apstrahuju efekti preostalih ograničenja i prepreka na kretanje cena aktiva. Po pretpostavci, ukoliko je jedan širi region koji se sastoji od više zemalja finansijski integrisan, onda bi portfolio finansijskih aktiva koji formiraju ekonomski subjekti koji pripadaju tom regionu morao biti visoko diversifikovan obzirom na širinu izbora finansijskih aktiva koju nudi sam region. Ukoliko realno stanje stvari odgovara ovako pretpostavljenom, onda priliv novih vesti koje su ekonomski značajne, a pritom su lokalnog karaktera, ne bi smeo da ima veliki uticaj na kretanje cena. Nasuprot tome, sve značajne vesti koje su prevashodno regionalnog, ili pak još šireg karaktera u smislu geografskog opsega, bi trebale da ispoljavaju veći uticaj na kretanje cena. Ovo rezonovanje je relevantno za prirodu sistematskog rizika, kao rizika koji se ne može otkloniti diversifikacijom. Ukoliko je portfolio regionalno formiran, onda bi sistematski rizik morao biti refleksija takvog portfolija i jednak za sve finansijske aktive u svim zemljama koje sačinjavaju definisani region. Ukoliko to nije slučaj, lokalne vesti će i dalje biti relevantne i determinisaće kretanje cena što se može tumačiti kao izostanak visokog stepena finansijske integracije.

Konačno, pokazatelji zasnovani na kvantitetima se koriste u cilju iskazivanja efekata onih smetnji kojima se uzurpira sloboda ekonomskih učesnika u izboru finansijskih mogućnosti, bilo da se nalaze na strani ponude ili tražnje za finansijskim uslugama. Ove

smetnje se prvenstveno odnose na pristup sistemu finansijskog posredovanja, odnosno finansijskim institucijama ili relevantnim finansijskim tržištima, na prekograničnim osnovama. Ovi pokazatelji prate promene u veličinama stoka ili toka povezanim sa finansijskom aktivom, lako su razumljivi i ne zahtevaju posebna tumačenja. Po svojoj prirodi, oni upućuju na stepen internacionalizacije, ili prigodnije rečeno evropeizacije, portfolija ekonomskih učesnika jer se očekuje da oni nagingu njegovoj diversifikaciji primarno u evropskim okvirima.

Prilikom izbora najboljih pokazatelja, putem kojih će se pratiti trend razvoja u finansijskim integracijama, posebno je potrebno imati u vidu da se nijedan pokazatelj ne može koristiti sa jednakim uspehom na svim segmentima finansijskog tržišta, a da će njegova primena ponekada zahtevati njegovu blagu modifikaciju. Nekada će taj uspeh determinisati specifičnosti određenog segmenta, a nekada nedostatak podataka koji onemogućava kompilaciju pokazatelja.

U septembru 2005. godine ECB je izašla sa prvim setom od 20 indikatora finansijske integracije. Set indikatora se u narednim godinama proširivao, da bi u martu 2007. godine ECB predstavila prvi broj svoje specijalne godišnje publikacije posvećene tematici finansijskih integracija, koja otada redovno izlazi svake godine. U pogledu angažmana evropskih institucija, Evropska komisija je nadležna za praćenje razvoja finansijskog sektora u EU zbog čega takođe priređuje određene publikacije posvećene finansijskoj integraciji. Tako su u periodu od 2004. do 2006 god. izlazila dva izveštaja pod njenim pokroviteljstvom, jedan pod nazivom Monitor finansijske integracije (*Financial Integration Monitor*), a drugi Izveštaj o napretku u uspostavljanju jedinstvenog tržišta finansijskih usluga (*Single Market in Financial Services Progress Report*). U 2007. god. priređen je novi izveštaj koji je zamenio dva pomenuta izveštaja - Izveštaj o evropskoj finansijskoj integraciji (*European Financial Integration Report*), a poslednji put je izašao 2009. god, koji se bavio praćenjem tržišnih aktivnosti i dešavanja i pregledom novih mera politike u oblasti finansijskog sektora. Fokus izveštaja je bio na indikatorima finansijske integracije, efikasnosti, stabilnosti i konkurentnosti sektora. Podstreknuta vanrednim zbivanjima iz 2008. god. koja su podigla svest o važnosti finansijske stabilnosti, EK je odlučila da počne da publikuje novi izveštaj pod nazivom

Izveštaj o evropskoj finansijskoj stabilnosti i integraciji (*European Financial Stability and Integration Report*), koji je nasledio prethodni izveštaj i koji se danas redovno sastavlja i objavljuje.

ECB (2005) ističe podelu svih indikatora na dve vrste u zavisnosti od načina proceduralnog dolaska do njih:

1. direktno obračunati (*computed indicators*)
2. modelom obračunati (*model-based indicators*)

Direktno obračunati indikatori neposredno proishode iz raspoloživih podataka. Oni uzimaju formu obračunate standardne devijacije iz podataka, određenih racio odnosa i relativnih učešća. Po definiciji, svi indikatori zasnovani na kvantitetima pripadaju ovoj vrsti, dok njoj takođe pripadaju i pojedini indikatori zasnovani na cenama. Međutim, u potonjoj grupi indikatora ipak dominiraju oni koji su modelom obračunati, dok istoj vrsti pripadaju i svi indikatori zasnovani na vestima. Modelom obračunati indikatori proizlaze uglavnom iz ekonometrijskih modela. Oni su sofisticiraniji, ali to ne znači da su nadređeni direktno obračunatim indikatorima. Kao i rezultati svakog ekonomskog modela, tako su i ovi indikatori zavisni od predviđenih pretpostavki modela i njihovog zadovoljenja. Ukoliko ono izostane ocene dobijene modelom se ne mogu smatrati dovoljno pouzdanim, zbog čega se pri korišćenju ovih indikatora sugeriše izvesna doza opreza. U tom smislu, upotreba ovih indikatora figurira kao drugo najbolje rešenje kome se pribegava kada se tražene informacije koje su relevantne za ocenu nivoa integracije ne mogu dobiti iz direktno obračunatih indikatora. Ovo se, između ostalog, odnosi na deriviranje dela prinosa finansijske aktive koji se može pripisati zemlji njenog porekla, a u opštem smislu na bilo koju svrsishodnu dekompoziciju stope prinosa.

Izučavanje procesa finansijske integracije i ispitivanje nivoa integrisanosti je složen zadatak koji zahteva kontinuelno ažuriranje liste relevantnih pokazatelja integracije. Iz evropske perspektive gledano, prvi izazov je razviti pokazatelje kojima se sprovodi monitoring integracije nacionalnih tržišta za određene finansijske aktive koja su funkcionisala još pre uvođenja evra. Drugi izazov je prepoznavanje i nadgledanje

novonastajućih segmenata finansijskog tržišta čija pojava se po pravilu vezuje za određenu zemlju ili finansijski centar, a koji su se razvili nakon uvođenja evra. Razvoj ovih segmenata i njihovo geografsko širenje mogu ukazati na važne dimenzije integracije i njeno ukupno napredovanje, te je kategorički imperativ uvođenje pokazatelja za ove segmente. Poslednji izazov je oličen u definisanju pokazatelja za određena tržištima koja su se razvila neposredno nakon uvođenja evra, ali su od samog početka prilično visoko integrisana. Dva primera se izdvajaju među njima. Prvo je tržište prekonoćnih kamatnih svopova (*the overnight index swap market*), a drugo je tržište sintetičkih kolateralizovanih dužničkih hartija od vrednosti (*the market for synthetic collateralised debt obligation - CDOs*).

3.1. Pokazatelji finansijske integracije zasnovani na cenama

Usko posmatrano, finansijske aktive emitovane u evrozoni koje pripadaju istoj klasi, npr. akcije ili obveznice, i odbacuju istovetne novčane tokove uz jednak nivo rizika koji je inkorporiran u njih bi morale da vrede isto na finansijskom tržištu. Ovo će biti slučaj ukoliko su kamatne stope kojima se diskontuju budući novčani tokovi koje generišu posmatrane aktive izjednačene, što ukazuje na punovažnost zakona jedinstvene cene. Ako se posmatraju cene finansijskih aktiva u zemljama članicama evrozone u periodu pre uvođenja evra, odnosno pre 1999. godine, može se opaziti njihova nejednakost koja se najvećma može pripisati jednom prominentnom izvoru rizika, riziku promene deviznog kursa. Zbog toga bi svako direktno, neadaptirano poređenje cena finansijskih aktiva moglo da rezultira samo u iskrivljenim i nepouzdanim ocenama stepena integracije na nivou odnosnih zemalja, dok bi inkorporacija deviznog rizika u analizu odbacila korektne rezultate. Nažalost, ne postoji konsenzus oko načina na koji bi se to trebalo sprovesti.

Sa druge strane, uvođenje evra je automatski eliminisalo ovaj problem i olakšalo ispitivanje nivoa i razvoja finansijske integracije u evrozoni. Ovo svakako ne implicira i automatsku jednakost diskontnih kamatnih stopa, do koje možda neće doći po osnovu preostalih direktnih ili indirektnih smetnji za punu integraciju finansijskih sistema zemalja evrozone. Umesto toga, događaj uvođenja evra je olakšao formiranje pouzdane

i utemeljene ocene stepena integracije, odnosno primenu jasne i nedvosmislene metodologije koja je usmerena na testiranje validnosti zakona jedinstvene cene.

Obzirom da se na različitim delovima finansijskog tržišta trguje različitim finansijskim aktivama, imperativ za testiranje nivoa integrisanosti tržišta je uporedivost finansijskih aktiva kojima se trguje u različitim zemljama na istom delu tržišta. Što je korpus finansijskih aktiva karakterističnih za određeni deo tržišta homogeniji, njihova direktna komparacija je opravdanija i utemeljenija.

Na tržištu novca i na tržištu državnih hartija od vrednosti ovaj uslov je visoko zadovoljen, tako da svaka razlika u cenama može neposredno da se upotrebljava kao indikator nivoa integrisanosti. Nasuprot tome, na tržištu korporativnih obveznica, tržištu akcija i tržištu bankarskih kredita opaža se heterogenost finansijskih aktiva zbog čega je neophodan oprez pri izboru onih na osnovu kojih će se vršiti ocena nivoa integracije. Na tržištu korporativnih obveznica, prinos na odgovarajuće obveznice zavisi od njihove ročnosti i boniteta emitenta, pri čemu se ocena boniteta emitenta često ne može jednoznačno utvrditi. Vodeće rejting agencije, poput Standard & Poors-a, Mody's-a i Fitch-a mogu dodeliti različite rejting kategorije istoj emisiji određenog emitenta, što ukazuje da one ne ocenjuju njegov bonitet na uniforman način. Premda ove razlike nisu drastične, jer se obično radi o bliskim rejting kategorijama, kroz njih se manifestuje delikatnost komparacije određenih finansijskih aktiva u svrhe ocene nivoa finansijske integracije. Idući problem se javlja na tržištu bankarskih kredita gde banke pojedinačno procenjuju kreditni rizik zajmotražioca, zaračunavajući višu kamatnu stopu manje kvalitetnim, a nižu kamatnu stopu više kvalitetnim zajmotražiocima. Na tržištu akcija situacija je još kompleksnija. Ravnotežan prinos na akcije se utvrđuje i obrazlaže na osnovu odabranog modela. Široko prihvaćen model za određivanje cene kapitalne aktive je CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), mada se mogu koristiti i neki drugi jednofaktorski²²³ ili višefaktorski modeli kojima se determinišu očekivani prinosi. Presudnu važnost u svim tim modelima ima faktor koji reprezentuje sistematski rizik. Sistematski rizik neke akcije se definiše u odnosu na tržišni portfolio koji se koristi kao reper (*benchmark*). Tržišni portfolio je visoko diversifikovan, što znači da u sebe

²²³ Kao što je Šarpov jednofaktorski model koji će biti ukratko izložen u nastavku.

uključuje veliki broj raznovrsnih akcija, a njegovi prinosi su odraz svih raspoloživih tržišnih informacija koje zajednički tangiraju sve akcije iz portfolija. On se uglavnom u modelu reprezentuje odgovarajućim tržišnim indeksom i njegovim prinosom, odnosno procentualnom promenom vrednosti indeksa između dva vremenska trenutka. Prema tome, jedan deo varijabiliteta prinosa na pojedinačnu akciju se može objasniti opštim tržišnim informacijama, a drugi deo varijabiliteta se ne može objasniti opštim kretanjima na tržištu, već se vezuje za informacije koje su specifične za svaku akciju, odnosno specijalno vezane za određenu kompaniju emitenta i njeno poslovanje. Ovo se može sagledati iz sledeće relacije:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it}$$

$$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

gde su: R_{it} prinos na i -tu akciju, R_{Mt} prinos na tržišni portfolio (indeks), ε_{it} slučajna greška nekorelisana sa R_{Mt} , α_i je konstantni član, a β_i je mera osetljivosti prinosa akcije na promenu prinosa tržišnog portfolija²²⁴. Mera osetljivosti β_i se može interpretirati kao doprinos akcije i varijansi/riziku tržišnog indeksa²²⁵:

$$\beta_i = \frac{cov(R_{it}, R_{Mt})}{var(R_{Mt})} = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}$$

Ukupan varijabilitet prinosa na pojedinačnu akciju se može sagledati iz sledećeg izraza:

$$\begin{aligned} var(R_{it}) &= var(\alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it}) \\ &= \beta_i^2 var(R_{Mt}) + var(\varepsilon_{it}) \\ &= \beta_i^2 \sigma_M^2 + \sigma_{\varepsilon,i}^2 \end{aligned}$$

²²⁴ α i β su konstante.

²²⁵ $cov(R_{it}, R_{Mt}) = cov(\alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it}, R_{Mt})$
 $= cov(\beta_i R_{Mt}, R_{Mt}) + cov(\varepsilon_{it}, R_{Mt})$
 $= \beta_i var(R_{Mt})$
 $\Rightarrow \beta_i = \frac{cov(R_{it}, R_{Mt})}{var(R_{Mt})}$

gde je $\beta_i^2 \sigma_M^2$ deo varijabiliteta koji se pripisuje tržišnim vestima, a $\sigma_{\varepsilon,i}^2$ deo varijabiliteta koji se pripisuje vestima karakterističnim za emitenta, kao što je zaključivanje novog velikog ugovora sa važnim poslovnim partnerima, problemi u isporuci repro materijala, štrajkovi u fabrikama i sl.

Ako ekonomski subjekat sastavlja svoj portfolio koji se sastoji od N akcija na način da je deo portfolija investiranog u određenu akciju x_i ²²⁶ onda bi prinos portfolija bio:

$$\begin{aligned}
 R_{p,t} &= \sum_{i=1}^N x_i R_{it} \\
 &= \sum_{i=1}^N x_i (\alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it}) \\
 &= \sum_{i=1}^N x_i \alpha_i + \left(\sum_{i=1}^N x_i \beta_i \right) R_{Mt} + \sum_{i=1}^N x_i \varepsilon_{it} \\
 &= \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \alpha_i + \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \beta_i \right) R_{Mt} + \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \varepsilon_{it} \\
 &= \bar{\alpha} + \bar{\beta} R_{Mt} + \bar{\varepsilon}_t
 \end{aligned}$$

pri čemu se $\bar{\alpha}$ naziva alfom portfolija, $\bar{\beta}$ betom portfolija, a $\bar{\varepsilon}_t$ slučajnom greškom portfolija. Ukoliko je N dovoljno veliko, onda važi:

$$\bar{\varepsilon}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \varepsilon_{it} \approx E[\varepsilon_{it}] = 0$$

obzirom da je $\varepsilon_{it} \sim iid N(0, \sigma_{\varepsilon,i}^2)$. Na osnovu ovoga zaključuje se da na varijabilitet prinosa portfolija ne utiču specifične vesti, odnosno da je netržišni deo varijanse portfolija otklonjen diversifikacijom. Zbog toga je varijansa portfolija direktno

²²⁶ Najčešće se u ilustracijama pretpostavlja da je $x_i = \frac{1}{N}$, odnosno da je podjednako relativno učešće investicija u određenu akciju za sve akcije u portfoliju.

proporcionalna varijansi tržišnog portfolija, s tim da je njena vrednost determinisana veličinom bete portfolija: $var(R_{p,t}) = \bar{\beta}^2 var(R_{Mt})$.

Kao što se primećuje, od konstrukcije tržišnog portfolija/indeksa presudno zavisi izvedeni rezultat. Ako se pođe od toga da su portfoliji ekonomskih subjekata lokalno formirani, onda bi bilo prigodno da tržišni portfolio obuhvata samo akcije sa domaćeg tržišta akcija, što bi bio primer potpune segmentacije tržišta. Ako su portfoliji ekonomskih subjekata takvi da uobičajeno obuhvataju pored domaćih akcija i akcije sa određenih inostranih tržišta akcija, to bi bio primer regionalne integracije, kao što je ona koja zaživljava na nivou evrozone. Konačno, kada bi portfoliji ekonomskih subjekata obuhvatili sve akcije kojima se trguje na svim postojećim tržištima akcija, susreli bi se sa primerom potpune globalne integracije tržišta.

Za sve finansijske aktive čiji su novčani tokovi deterministički određeni, što znači da vlasnici takvih aktiva unapred neopozivo znaju novčane prilive koje će ostvariti po osnovu njihovog posedovanja što im pojednostavljuje procenu cene koju su spremni da plate, najprirodnije je koristiti prinos do dospeća kao meru za ocenu integracije. Prinos do dospeća je kamatna stopa koja izjednačava tekuću cenu finansijske aktive i sadašnju vrednost njenih budućih novčanih tokova. Ovaj prinos, kao i svaka kamatna stopa uostalom, može da se posmatra u nominalnom ili realnom izrazu. U svrhe ocene integracije adekvatnije je koristiti nominalni prinos. Pre svega, kao što je navedeno u tački rada u kojoj su razmatrani sastavni elementi teorije privrednog rasta i razvoja, svako smisleno međunarodno poređenje zahteva da uslov pariteta kupovne snage novca među zemljama bude zadovoljen. Obzirom da tekući devizni kursevi po pravilu odstupaju od kurseva koje implicira zadovoljenje ovog uslova, kao i da bi komparacija realnih stopa prinosa bila zapravo simultano testiranje stepena finansijske integracije i zadovoljenja uslova pariteta kupovnih snaga, očekivano je da bi se dobili iskrivljeni rezultati koji proističu iz korišćenja realnih prinosa.

Pored toga, zemlje čija integracija se testira mogu imati različite stope inflacije. Ovo je očekivan rezultat kada se ima u vidu da će manje razvijene zemlje težiti da se u procesu konvergencije približe više razvijenima, posmatrano kroz nivo BDP-a per capita, pa će i

njihove stope inflacije biti relativno više obzirom da one prate tempo privredne ekspanzije. Integracija finansijskog tržišta omogućava takvim zemljama, preciznije zajmotražiocima iz tih zemalja, da se u rastućem stepenu orijentišu na inostrane zajmodavce. Zbog toga će se ravnotežna kamatna stopa u zemlji odrediti na osnovu tražnje domaćih subjekata za izvorima finansiranja i ponude tih izvora koja potiče jednim delom od lokalnih zajmodavaca, a drugim delom od inostranih. Ako bi se nominalni prinosi na uporedive finansijske aktive razlikovali zbog različitih domaćih stopa inflacije, što je teorijski gledano logičan ishod, to ne bi moglo biti održivo stanje stvari u okruženju iz kog je eliminisan devizni rizik. Zajmodavci iz zemalja u kojima je stopa inflacije niska, što se dalje prenosi i na prinose finansijskih aktiva, bi bili motivisani da uživaju koristi od viših nominalnih prinosa na aktive u zemljama u kojima je stopa inflacije visoka. Finalni ishod ponašanja zajmodavaca je izjednačavanje nominalnih prinosa. Ovde je važno da viša stopa inflacije u određenoj zemlji nije povezana sa nivoom kreditnog rizika koji je inkorporiran u njenu finansijsku aktivu, u suprotnom do nivelacije nominalnih prinosa neće doći. Imajući u vidu stope inflacije koje preovlađuje u zemljama evrozone, sasvim je opravdano prihvatiti premisu o odsustvu korelacije između stope inflacije i kreditnog rizika finansijske aktive.

Adjaouté i Danthine (2003) su analizirali nominalne i realne prinose na državne obveznice. Silazni trend u vrednosti nominalnih i realnih prinosa je izdvojen kao zajedničko obeležje. Međutim, disperzije ovih prinosa su se razlikovale. Za razliku od nominalnih prinosa koji su se nakon formalnog uvođenja evra kretali u veoma uskom rasponu, kod realnih prinosa disperzija se zadržala na višem nivou. Pored toga, za period 1985-2002. koji su oni analizirali, nije se jasno istakao nijedan trend u kretanju disperzije realnih prinosa. Njeno jedino osobeno kretanje je zabeleženo početkom 1990-ih kada je došlo do ujedinjenja Nemačke i kada je privremeno odskočila naviše u odnosu na do tada uobičajene vrednosti. Opaženo kretanje *ex-post* realnih prinosa je navelo autore da zaključe da je najveći deo konvergencije nominalnih prinosa na državne obveznice rezultat konvergencije stopa inflacije. Oni su, između ostalog, još zaključili i da konvergencija nominalnih prinosa prevazilazi konvergenciju nacionalnih stopa inflacije u 2000. i 2001. god. zbog čega je raste disperzija realnih stopa.

Suština testa jednakosti prinosa do dospeća je ispitivanje da li novčani tokovi povezani sa servisiranjem duga kod zajmotražilaca iz različitih zemalja koji imaju identičnu kreditnu sposobnost, bivaju diskontovani po istoj kamatnoj stopi. Ovi prinosi bi, pod pretpostavkom integrisanog tržišta, morali biti jednaki u svim zemljama. Sprovođenje testa započinje izborom odgovarajućih zajmotražilaca i instrumenata duga. Na tržištu državnih hartija od vrednosti pojavljuje se problem, jer ne postoji mogućnost izbora zajmotražioca. Postoji samo jedan referentan zajmotražilac u svakoj zemlji koji je oličen u nosiocu izvršne vlasti koji ima pravo da emituje javni dug. Obzirom da ovi zajmotražiocci nemaju istu kreditnu sposobnost, što se može uočiti na bazi rejtinga koji se pripisuje takvom dugu, teško je ispuniti uslov uniformnih zajmotražilaca posmatrano po zemljama. Ovaj problem se može donekle prevazići ako se usvoji premisa da kreditni rizik nema presudan uticaj na cenu javnog duga. Premisa je prihvatljiva ako se ima u vidu da su posmatrane zemlje povezane dubljim integracionim procesima, kakav je slučaj sa zemljama EU, a još i više sa zemljama evrozone. Takođe, raspon kreditnih rejtinga dotičnih zemalja je daleko uži nego recimo raspon rejtinga na tržištu korporativnih obveznica, što dodatno relativizuje problem.

Izdvajaju se tri načina za analizu kretanja prinosa, a posledično i njihovu komparaciju, koja rezultuju trima različitim merama integracije. Jedan način podražava ideju koja je sprovedena u Ćekinijevom izveštaju. U njemu se obračunavala razlika između cene određene finansijske usluge u jednoj zemlji i referentne vrednosti koju predstavlja prosečna cena u četiri zemlje sa najnižim cenama za posmatranu uslugu. Referentna vrednost je uvedena kao projektovana očekivana cena koja bi morala da preovlađuje u uslovima integrisanog tržišta. Na analogan način, pojedinačni prinosi bi trebali da se kompariraju sa prinosima koji bi preovlađivali na perfektno integrisanom tržištu. Obzirom da je teško precizno utvrditi koliko bi trebalo da iznosi referentan prinos, drugo najbolje rešenje se sastoji u označavanju merljivog referentnog prinosa koji će biti reper za komparaciju. Na tržištu državnih hartija od vrednosti obveznice koje emituje nemačka vlada se smatraju najreprezentativnijim i najkvalitetnijim, njihova stopa prinosa je najniža, što ih preporučuje za aktivu čiji prinos bi trebalo koristiti kao benčmark. Ako bi se analizirala integracija dela tržišta državnih HOV na kojem se trguje obveznicama sa rokom dospeća od 5 godina, onda bi se merilo odstupanje prinosa

na obveznice drugih zemalja od prinosa na nemačke petogodišnje obveznice. Što je ovo odstupanje u proseku manje, to se ovaj deo tržišta može smatrati integrisanijim. Nadalje, kretanje ovog odstupanja tokom vremena upućuje na napredovanje, ili nazadovanje, u integracionim procesima na različitim delovima tržišta državnih HOV. Monitoring kretanja odstupanja od referentnog prinosa u vremenu za pojedinačne zemlje omogućava markiranje zemalja koje zaostaju u integracionim procesima. Razlika u prinosima je tako prva mera integracije.

Druga mera integracije je beta konvergencija (β). Poželjno je da korišćeni indikatori integracije mogu izraziti konvergenciju ili divergenciju vrednosti finansijskih varijabli tokom vremena. Ovakvi indikatori podrazumevaju upotrebu podataka iz panela, pa se i beta konvergencija dobija na osnovu panel regresije:

$$\Delta R_{i,t} = \alpha_i + \beta R_{i,t} + \sum_{l=1}^L \gamma_l \Delta R_{i,t-l} + \varepsilon_{i,t}$$

u kojoj su α_i veštačke promenljive za zemlje, $R_{i,t}$ razlika u prinosima između prinosa npr. državne obveznice određenog roka dospeća u zemlji i u trenutku t i prinosa referentne obveznice (što znači da je $\Delta R_{i,t}$ prva diferencija razlike u prinosima) i $\varepsilon_{i,t}$ reprezentuje egzogeni šok koji objašnjava preostalu razliku u prinosima relevantnih obveznica. Ovu meru su prvi izložili Adam et al. (2002) nalazeći inspiraciju u istom merilu koje se koristilo u teoriji privrednog rasta. Studije posvećene konvergenciji standardno regresiraju prosečnu stopu rasta BDP-a na njegov početni nivo i interpretiraju negativan znak uz njega kao potvrdu konvergencije. Imajući u vidu da su vremenske serije kamatnih stopa (prinosa) po pravilu nestacionarne, onda se polazna metodologija mora korigovati, a kao posledica dolazi se do gore navedene panel regresije. Po njoj negativna vrednost beta konvergencije ukazuje da prinosi u zemljama u kojima se registruju visoke stope prinosa na odabranu aktivu teže da brže opadaju u odnosu na zemlje u kojima je prinos na istu aktivu nizak. Drugim rečima, prinosi u zemljama sa relativno visokim spredom u prinosima opadaju i približavaju se brže referentnom prinosu nego prinosi u zemljama u kojima je spread u prinosima nizak. U slučaju da je vrednost beta konvergencije jednaka nuli, onda ne bi ni bilo konvergencije,

odnosno proces finansijske integracije se ne bi realizovao. Pozitivna vrednost beta konvergencije bi bila negativno interpretirana, jer bi to značilo da se prinosi u zemljama sa visokim spredom u prinosima udaljavaju brže od referentnog prinosa nego prinosi kod zemalja sa niskim spredom u prinosima, a fenomenološki bi se radilo o divergenciji. Pored toga, pod pretpostavkom da je beta kovergencija negativna, njena veličina je direktna mera brzine konvergencije prinosa na odabranu aktivu. Ona se može razložiti na dva dela tako da se prati brzina konvergencije u dva različita perioda²²⁷. Ovo je posebno zgodno ukoliko nastaju određene strukturne promene ili promene u politikama na osnovu kojih se očekuje ubrzanje konvergencije. Međutim, beta konvergencija ima jednu ozbiljnu manu. Ona ne reflektuje i ne ukazuje ništa o trenutnom nivou integracije. Zato se kao njoj komplementarna mera preporučuje sigma konvergencija (σ). Ona se vezuje za disperziju određene varijable u vremenu. U literaturi posvećenoj privrednom rastu prati se disperzija nivoa BDP-a per capita u vremenu. U kontekstu finansijskih integracija, nivo integracije je utoliko viši ukoliko je standardna devijacija finansijske varijable²²⁸, kao što su prinosi, niža i ima tendenciju smanjivanja. Finansijska integracija bi onda bila postignuta kada ne bi bilo disperzije u vrednosti dotične varijable, odnosno kada bi vrednost standardne devijacije bila jednaka nuli što znači da su prinosi na odabrane slične aktive iz različitih zemalja poravnati.

Mere disperzije i mere korelacije određene varijable su uzajamno povezane, i to na inverzan način. Kada su vremenske serije međusobno visoko pozitivno korelisane, što bi trebalo da bude slučaj sa stopama prinosa na odabrane slične aktive na integrisanom tržištu, onda bi i disperzija stopa prinosa koja se utvrđuje u konkretnom vremenskom trenutku trebala da bude niska jer se stope prinosa kreću u istom smeru. U obrnutom slučaju u kome su vremenske serije prinosa negativno korelisane, što znači da se prinosi kreću u suprotnim smerovima, disperzija stopa prinosa bi morala biti visoka. Obzirom da se standardna devijacija stope prinosa utvrđuje u tačno definisanom vremenskom trenutku, poželjno ju je regresirati na vremenski trend kako bi se pratila njena dinamika u vremenu.

²²⁷ To se čini na sledeći način: $\beta = \beta_1 I + (1 - I)\beta_2$, gde je I veštačka varijabla koja uzima vrednost 1 u prvom podperiodu.

²²⁸ Uglavnom se vrši obračun standardne devijacije logaritmovanih vrednosti finansijske varijable koja se koristi kao mera disperzije odnosne varijable.

Beta i sigma konvergencija su komplementarne mere integracije sa stanovišta njihovih interpretacija. Beta konvergencija ukazuje na odvijanje procesa integracije i njegovu brzinu, dok sigma konvergencija ukazuje na dostignuti nivo integracije i njegovo kretanje u vremenu. Međutim, ova komplementarnost ne implicira njihovu međusobnu uslovljenost ili korelisanost. Beta konvergencija je utemeljena na ideji da razlike u prinosima na odabrane slične aktive na integrisanom tržištu nisu dugoročno održive, tako da trenutna devijacija u prinosima ima tendenciju da iščezne i da se prinosi vrte na svoju dugoročnu ravnotežnu vrednost (*mean reversion*), što korespondira njegovoj negativnoj vrednosti. Ovo iščezavanje razlika u prinosima ne mora nužno da bude praćeno i padom disperzije prinosa, odnosno varijanse prinosa. Ona se može održati nepromenjenom, a u određenim situacijama moguće je da se ona i poveća, što bi značilo da su odstupanja od referentnog prinosa u proseku manja ali da su međusobna odstupanja prinosa sada veća.

Treća mera integracije se vezuje za ideju da se komparira disperzija kamatnih stopa među zemljama sa njihovom disperzijom unutar zemalja. Da bi ovakva komparacija bila moguća nužno je da postoji prilično širok skup pojedinačnih kamatnih stopa za homogenu finansijsku aktivu u svakoj zemlji. Zbog toga ova mera najviše odgovara tržištu kratkoročnih finansijskih instrumenata koje je najlikvidnije, kao što je međubankarsko tržište novca. Nekolateralizovani međubankarski krediti sa najkraćim mogućim rokom dospeća, obično kraćim od 24h, i njihove kamatne stope su veoma pogodni za sprovođenje ovakvog ispitivanja. Kod ovih kredita banka debitor u toku poslovnog dana uzima nekolateralizovani kredit od banke kreditora uz obavezu da ga vrati na početku narednog poslovnog dana²²⁹. Obzirom na rok dospeća ovoga kredita i kreditnu sposobnost zajmotražioca koja je visoka, kamatna stopa koju banke zaračunavaju na ovakve kredite je niža od svih drugih kamatnih stopa koje one zaračunavaju. Ona zato ima status najniže aktivne kamatne stope. Na nivou evrozone

²²⁹ Ukoliko se kredit uzima u utorak, njegov rok dospeća je središnjem ujutru, a ako se uzima u petak njegov rok dospeća je ponedjeljak ujutro. Banke započinju poslovni dan sa projekcijama potrebne likvidnosti i ako utvrde da će nalozi njihovih klijenata prevazići raspoloživu likvidnost one se odmah odlučuju za uzimanje kredita od drugih banaka. Zbog toga se najveća aktivnost na ovom tržištu registruje u ranim jutarnjim časovima na početku poslovnog dana. U toku dana, banke koje odobravaju ovakve kredite mogu korigovati kamatnu stopu na ove pozajmice u skladu sa odnosom ponude i tražnje za njima. Moguće je i da banka koja je u toku jutra uzela jedan ovakav kredit na osnovu projekcija svoje likvidnosti u toku dana, ukoliko se ne ostvare planirane projekcije i ne dođe do očekivanih odliva likvidnosti, pređe na stranu ponude i plasira jedan takav kredit drugoj banci.

utvrđuje se EONIA koja predstavlja meru efektivne kamatne stope koja preovlađuje na tržištu nekolateralizovanih međubankarskih kredita sa dospećem do 24h. Ona se obračunava kao ponderisani prosek kamatnih stopa na dotične kredite koje prijavljuju banke koje obrazuju panel²³⁰ baš za svrhu utvrđivanja EONIA-e²³¹.

Poređenjem izmerene disperzije kamatnih stopa na dotične kredite do koje se dolazi kada se uzmu u obzir kamatne stope kod pojedinačnih banaka u svim zemljama, sa disperzijom kamatnih stopa do koje se dolazi kada se prati diskrepanca kamatnih stopa unutar zemalja može se oceniti nivo integracije. Što je količnik ove dve disperzije bliži jedinici to je nivo integracije veći, da bi se njegovim izjednačavanjem sa jedinicom postigla puna integracija. U takvoj situaciji, kamatne stope nisu ništa više disperzovane posmatrano među zemljama nego unutar zemalja. Suprotna situacija je ona u kojoj kamatne stope unutar zemalja jesu manje disperzovane nego između zemalja, što bi vrednost količnika udaljavalo od jedinice. Ovo odgovara manjem nivou integracije u kome su banke sklonije zaključivanju transakcija sa dobro poznatim domaćim bankama nego sa manje poznatim stranim bankama, što kreira granice koje odvajaju lokalna tržišta dotičnih kredita. Zbog toga će preovlađujuće kamatne stope na lokalnim tržištima da budu vođene specifičnim odnosom ponude i tražnje na njima i oko njih će gravitirati kamatne stope lokalnih banaka. Kako specifični odnosi ponude i tražnje variraju među zemljama tako će biti i veće varijacije kamatnih stopa posmatrano među zemljama.

Merenje disperzije kamatnih stopa među zemljama se empirijski vrši na način da se prvo računa apsolutna razlika u kamatnim stopama na dotične kredite za sve parove banaka, uz zadovoljenje uslova da banke koje čine par moraju poticati iz različitih zemalja. Nakon izračunavanja ove razlike kalkuliše se njena prosečna vrednost koja se dalje koristi kao validna mera disperzije kamatnih stopa među zemljama. Na identičan način utvrđuje se i disperzija kamatnih stopa unutar zemalja, s tom razlikom što banke

²³⁰ Panel se sastoji od 37 banaka koje ostvaruju najveći obim aktivnosti na tržištu novca u evrozoni. Najveći je broj nemačkih banaka - 8, a zatim francuskih - 7. U panel su uključene i banke iz zemalja EU koje nisu usvojile evro ali su veoma angažovane na tržištu novca u evrozoni, kao i dve međunarodne banke (londonska filijala banke JP Morgan Chase i banka Bank of Tokyo Mitsubishi).

²³¹ Za razliku od EONIA-e, potrebno je imati u vidu predostrožnost sa kojom se pristupa EURIBOR-u i njegovoj pouzdanosti, jer kod ove referentne stope banke dostavljaju podatak o kamatnoj stopi po kojoj su spremne da odobre kredit drugoj banci, pri čemu kamatna stopa kod zaključenih transakcija ipak može da odstupa od one koju banke prijavljuju. Analiza EONIA-e je rasterećena ove predostrožnosti.

koje čine par moraju poticati iz iste zemlje. Naposljetku, kada se utvrde sve ovako definisane apsolutne razlike u kamatnim stopama, kalkuliše se njihova prosečna vrednost. Ona reprezentuje meru disperzije kamatnih stopa unutar zemalja. Količnik ove dve prosečne vrednosti je treća mera integracije.

Tri gore navedene mere integracije su pogodne za analizu integracije tržišta državnih HOV, tržišta novca i tržišta kredita, ali ne i tržišta korporativnih obveznica. Korporativne obveznice nisu dovoljno homogene da bi se direktno mogla računati razlika u prinosima, a bilo bi nužno utvrditi i referentni prinos. Postoje najmanje četiri dimenzije u kojima se korporativne obveznice međusobno značajno razlikuju: a.) kombinacija novčanih tokova, b.) likvidnost, c.) osnovna poslovna delatnost emitenta i d.) kreditni rejting. Zato je neophodno formirati model u kome se opservirani prinosi koriguju za sistematski rizik i druge karakteristike, čime se nastoji dobiti takva varijanta prinosa koju prevashodno determiniše geografsko poreklo obveznice, odnosno zemlja u kojoj se obveznica emituje. Time se nastoji utvrditi da li u strukturu prinosa neke obveznice ulazi i geografska komponenta.

Prinos na korporativne obveznice može da se obeleži sa $R_{c,r}^i(\tau, t, z_t)^{232}$. To znači da se radi o prinosu i -te obveznice u trenutku t , koja je emitovana u zemlji c i čiji je rok dospeća τ , a njen kreditni rejting je r . Svi drugi faktori koji mogu determinisati prinos na dotičnu obveznicu u trenutku t su uvršteni u poseban vektor z_t . Ovaj prinos može da se razloži na bezrizičnu komponentu i komponentu koja odražava premiju za preuzeti rizik investiranja u dotičnu obveznicu. Imajući u vidu poznavanje ročne strukture kamatnih stopa na državne HOV, moguće je oduzeti bezrizičnu komponentu od ukupne stope prinosa na obveznicu, jer taj deo prinosa nije od značaja za analizu. Prinos na referentne državne HOV sa istim rokom dospeća je $R_{gb}(\tau, t)$. Ukupan spread, razlika prinosa obveznice i prinosa državne HOV, se dobija kao:

$$S_{c,r}^i(\tau, t, z_t) = R_{c,r}^i(\tau, t, z_t) - R_{gb}(\tau, t)$$

²³² Baele et al. (2004).

Da bi se ovaj spread mogao koristiti u svrhe merenja integracije na tržištu korporativnih obveznica, neophodno ga je dalje razložiti kako bi se iz njega odstranile komponente koje se pripisuju sistematskom uticaju drugih faktora rizika koji se valorizuju na samom tržištu. Najvažniji među njima je kreditni rizik inkorporiran u obveznicu. Viši nivo kreditnog rizika se manifestuje kroz niži kreditni rejting obveznice i veći ukupan spread i obratno. Veličina ukupnog spreada zavisi i od roka dospeća obveznice, kao i njenih novčanih tokova koji, između ostalog, zavise od kuponske kamatne stope i frekvencije plaćanja kamate. Učestalost trgovanja određenom obveznicom upućuje na njenu likvidnost koja je relevantna za veličinu spreada, koji je utoliko manji ukoliko je obveznica likvidnija. Upoređivanjem prinosa obveznica različitih emitenata uočena je još jedna zakonomernost, a to je da oni zavise i od osnovne delatnosti emitenta. Obveznice čiji emitenti potiču iz finansijskog sektora ispoljavaju manje spreadove nego obveznice emitenata iz nefinansijskog sektora.

Uvažavajući sistematske uticaje navedenih faktora ukupan spread se može izraziti kroz sledeću jednačinu:

$$S_{c,r}^i(\tau, t) = \alpha + \sum_{r=1}^K \gamma_{r,t} CR_{i,t}^r + \sum_{s=1}^2 \delta_{s,t} S_{i,t}^s + \varphi_t z_t + \varepsilon_{i,t}$$

Varijabla $CR_{i,t}^r$ je veštačka varijabla koja uzima vrednost jedan kada obveznica ima kreditni rejting r^{233} u trenutku t , kao i $S_{i,t}^s$ koja uzima vrednost jedan ako emitent obveznice i potiče iz finansijskog sektora i nula ako on pripada nefinansijskom sektoru. Parametar φ koji se nalazi uz vektor z_t ukazuje na osetljivost spreada na sledeće faktore: rok dospeća, likvidnost i kuponska kamatna stopa.

Nakon što se spread razloži na prva četiri člana sa desne strane jednačine, koji obuhvataju sistematski uticaj faktora rizika koji determinišu prinos obveznice, preostaje slučajna greška $\varepsilon_{i,t}$. Ukoliko postoji, u njoj bi trebalo da dođe do izražaja geografska komponenta spreada i ukupnog prinosa obveznice, što znači da se putem nje može

²³³ Ukupan broj rejting kategorija je K .

testirati integracija tržišta korporativnih obveznica. Testiranje se sprovodi preko sledeće jednačine:

$$\varepsilon_{i,t} = \sum_{c=1}^N \beta_{c,t} C_{i,c,t} + e_{i,t}$$

u kojoj je $C_{i,c,t}$ veštačka varijabla koja uzima vrednost jedan samo ako je obveznica i emitovana u zemlji c . Kod tržišta korporativnih obveznica koje je potpuno integrisano slučajna greška, dobijena nakon ocene modela u kome se ukupan spread regresira na sistematske faktore rizika, ne bi smela da bude determinisana zemljom u kojoj je obveznica emitovana. U slučaju da se vrednost parametara $\beta_{c,t}$ koji se nalaze uz veštačku $C_{i,c,t}$ statistički ne razlikuje značajno od nule, to bi bio dokaz koji ide u prilog tvrdnji da je finansijska integracija postignuta jer zemlja porekla obveznice nema uticaja na njen ukupan spread. Alternativno, može se desiti da je vrednost svih ili samo nekih od parametara $\beta_{c,t}$ statistički značajno različita od nule. Premda se ovakvim rezultatom opovrgava finansijska integracija, on još može iznedriti korisne informacije. Ukoliko na vremenskoj osi vrednost dotičnih parametara konvergira ka nuli sa približavanjem današnjem trenutku, to može biti povoljna okolnost jer izražava snagu i merljivo dejstvo procesa finansijske integracije koji je na delu.

Pri analizi parametara $\beta_{c,t}$ važno je voditi računa o njihovoj veličini, jer što im je vrednost u proseku manja to je nivo integracije viši. Kod onih zemalja kod kojih je vrednost parametra $\beta_{c,t}$ visoka, veći deo spreada obveznica emitovanih u toj zemlji se može pripisati činjenici da je određena obveznica emitovana baš u toj zemlji, što onda predstavlja direktnu meru premije za rizik zemlje. Takođe, disperzija vrednosti ovih parametara posmatrano među svim zemljama je značajna. Svako smanjenje disperzije se može interpretirati kao rast nivoa integracije. Konačno, korisno je utvrditi koji deo varijanse ukupnog spreada obveznica se može objasniti njenim geografskim poreklom, posmatrano u odnosu na onaj deo varijanse koji se može objasniti dejstvom odabranih sistematskih faktora rizika. Što je deo varijanse koji se može pripisati zemlji porekla obveznice manji i nivo integracije tržišta korporativnih obveznica je veći.

Za tržište akcija važi rezonovanje analogno izloženom kod tržišta korporativnih obveznica. Deo prinosa na akciju koji se pripisuje zemlji u kojoj je ona listirana i u kojoj se njome trguje bi trebalo da ima srazmerno mali značaj. Umesto toga, prinos na akciju bi najvećma trebalo da bude determinisan osnovnom poslovnom delatnošću njenog emitenta, odnosno stanjem konjunktura u njoj. Ekspanzija određenog privrednog sektora bi morala da ima pozitivnog odraza na cenu akcija preduzeća koja mu pripadaju, a u svakom slučaju daleko veći uticaj na nju nego faktor njenog geografskog porekla.

Ovo rezonovanje ima i neke izvedene reperkusije. Među njima se izdvaja ona vezana za formiranje optimalnog portfolija akcija na međunarodnom nivou. Po do skora uvreženom mišljenju, smanjenje ukupnog rizika međunarodnog portfolija akcija se moglo efikasnije postići relativno većim oslanjanjem na diversifikaciju akcija po zemljama. Međutim, ukoliko je hipoteza iz prethodnog pasusa tačna, onda bi se veći efekti morali postići relativno većim oslanjanjem na diversifikaciju po privrednim sektorima, nego prostom diversifikacijom akcija po zemljama, kada je proces finansijske integracije na delu²³⁴. Sektorska diversifikacija je delotvornija ukoliko su sektorski prinosi više disperzovani, jer se time otvara značajan potencijal za diversifikaciju. Da bi sektorska diversifikacija bila poželjnija dovoljno je da su njeni prinosi više disperzovani nego što su prinosi po zemljama.

3.2. Pokazatelji finansijske integracije zasnovani na vestima

Ova kategorija pokazatelja je razvijena na ideji praćenja i objašnjavanja kretanja cena finansijske aktive. Pokretači promena u cenama finansijske aktive su vesti, odnosno nove informacije koje se šire tržištem, koje se razvrstavaju na zajedničke i lokalne. Zajedničke vesti su one koje tangiraju sve ekonomske učesnike, a lokalne vesti su kraćeg dometa jer tangiraju samo uži skup ekonomskih učesnika, najčešće se misli u granicama jedne zemlje. Postoji jasna analogija između podele vesti na zajedničke i lokalne, i podele ukupnog rizika na sistematski i nesistematski. Zajedničke vesti stoje iza sistematskog rizika, dok lokalne vesti stoje iza nesistematskog rizika. Ako ekonomski učesnici iz više zemalja mogu slobodno formirati portfolio uključujući u

²³⁴ Više pogledati u Adjauté i Danthine (2003).

njega finansijske aktive koje su emitovane u za njih stranim zemljama, onda oni zahvaljujući diversifikaciji mogu da se reše nesistematskog dela rizika koji je vođen lokalnim vestima. Drugim rečima, nema opravdanja da se lokalne vesti smatraju sastavnim delom sistematskog rizika. Očekivani prinosi na finansijsku aktivu bi morali biti funkcija isključivo zajedničkih vesti, a nikako lokalnih.

U operacionalizaciji ove ideje ključno je razvrstavanje vesti na zajedničke i lokalne. U istraživanjima se uglavnom koriste odgovarajući instrumenti koji posredno reprezentuju prave vesti. Barr i Priestley (2004) koriste sledeći model u kome se višak prinosa na obveznicu iz zemlje i regresira na svetske i lokalne informacije na sledeći način:

$$r_{i,t} = a_i + b_i^W Z_{t-1}^W + b_{t-1}^L Z_{t-1}^L + \varepsilon_{i,t}$$

gde Z^W predstavlja vektor svetskih informacija, a Z^L vektor lokalnih informacija. Instrumenti za svetske informacije su: a.) spread između prinosa na globalni portfolio dugoročnih državnih obveznica (aproksimira se sa indeksom - J.P. Morgan Government Bond Return Index) i prinosa na jednomesečni evrodolarski depozit (kotacija u Londonu), b.) prinos na globalni portfolio obveznica (aproksimira se sa indeksom - Salomon Brothers World Weighted Index) sa jednim vremenskim pomakom, c.) prinos na globalni portfolio akcija sa jednim vremenskim pomakom i d.) razlika između prinosa na globalni portfolio obveznica i prinosa na globalni portfolio akcija. Instrumenti za lokalne informacije su saobrazni instrumentima za svetske informacije s tom razlikom što se umesto globalnog portfolija dugoročnih državnih obveznica, globalnog portfolija obveznica i akcija pojavljuju lokalne dugoročne državne obveznice, lokalni portfolio obveznica i akcija, respektivno. Naravno, ovo je jedna kombinacija informacionih varijabli za koju se veruje da ima uticaja na prinose finansijskih aktiva.

Jedno od prihvatljivih rešenja za testiranje uticaja zajedničkih i lokalnih vesti na kretanje cene finansijskih aktiva jeste odabir referentne aktive čija cena se menja predominantno na osnovu zajedničkih vesti. Uslovi koje mora da ispunjava ta aktiva su visoka likvidnost i integrisanost tržišta na kome se njome trguje. Tržište državnih obveznica se smatra visoko likvidnim, a na njemu najbolji status poseduju nemačke

obveznice čime se one opet, kao i kod pokazatelja zasnovanih na cenama, nameću kao referentna aktiva. Promena njihove cene bi trebalo da se zbiva kao rezultat novih vesti koje se tiču evrozone, umesto vesti koje se vezuju za samu Nemačku. Pod uslovom da je tržište državnih obveznica integrisano, kretanje cena obveznica drugih zemalja bi moralo da podražava obrazac kretanja nemačkih obveznica. Ipak, obzirom na razlike koje se pojavljuju po osnovu likvidnosti obveznica drugih zemalja i njihovog rejtinga opravdano je očekivati da će i ovi faktori uticati na kretanje cene obveznica, te da će lokalne vesti zadržati određeni uticaj na cene.

Sledeća regresiona jednačina opisuje praktično sprovođenje ove ideje na tržištu finansijskih aktiva sa fiksnim prihodom, konkretnije na tržištu državnih HOV i tržištu kredita:

$$\Delta R_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} \Delta R_{b,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Na levoj strani jednačine nalazi se promena u prinosu na aktivu emitovanu u zemlji i u trenutku t - $\Delta R_{i,t}$. U istom vremenskom trenutku promena u prinosu referentne aktive emitovane u zemlji b je $\Delta R_{b,t}$. Promena u prinosu referentne aktive, što implicira simultanu promenu njene cene, bi trebala da bude merilo kretanja prinosa na druge aktive. U situaciji kada je promena prinosa pozitivna kod referentne aktive, što znači da prinos raste, promena prinosa na druge aktive bi takođe morala biti pozitivna. Promena u prinosu referentne aktive je materijalizacija simultanog delovanja svih zajedničkih vesti. Pored promena u prinosu u jednačini se još pojavljuju: a.) odsečak $\alpha_{i,t}$, b.) parametar $\beta_{i,t}$ koji objašnjava kako će se promeniti prinos na odabranu aktivu kada se promeni prinos na referentnu aktivu i c.) rezidual $\varepsilon_{i,t}$ koji reprezentuje uticaj lokalnih vesti.

Kako određeno tržište teži potpunoj integraciji tako se očekuje da sa protekom vremena:

- a.) odsečak $\alpha_{i,t}$ teži nuli
- b.) parametar $\beta_{i,t}$ teži jedinici

c.) koeficijent determinacije R^2 regresione jednačine teži jedinici, što znači da se varijacije promena u prinosu na određenu aktivu mogu u potpunosti objasniti varijacijama promena u prinosu referentne aktive.

Zadovoljenje uslova pod a.) implicira da promene u prinosima na određenu aktivu ne bi smele biti sistematski veće ili manje u odnosu na promene u prinosima na referentnu aktivu. Uslov pod b.) se jasnije može razumeti ako se $\beta_{i,t}$ izrazi kroz sledeću formulu:

$$\beta_{i,t} = \rho_{i,b,t} \frac{\sigma_{i,t}}{\sigma_{b,t}}$$

Po ovoj formuli $\beta_{i,t}$ je funkcija koeficijenta korelacije između promena u prinosima na određenu i referentnu aktivu - $\rho_{i,b,t}$, kao i njihove standardne devijacije - $\sigma_{i,t}$ i $\sigma_{b,t}$, respektivno. Kako integracija napreduje isti faktori bi na istovetan način trebali da utiču na promenu prinosa kod referentne aktive i svih drugih aktiva, zbog čega bi koeficijent korelacije trebalo da teži jednici. Iz istog razloga bi standardne devijacije morale da teže međusobnom izjednačavanju, što će vrednost njihovog količnika približavati jedinici, a rezultanta ovih događanja je jedinična vrednost $\beta_{i,t}$. Prosečno odstupanje $\beta_{i,t}$ od jedinične vrednosti posmatrano po zemljama može se koristiti kao merilo integrisanosti tržišta.

Uslov pod c.) znači da se sve varijacije promena u prinosima na određenu aktivu mogu objasniti delovanjem zajedničkih faktora, odnosno vesti. Alternativno, ove varijacije mogu da se objasne i delovanjem lokalnih faktora (vesti), pri čemu su one reprezentovane slučajnom greškom $\varepsilon_{i,t}$. Razlaganje ukupne varijanse promene u prinosima određene nereferentne aktive na ove dve komponente je definisano izrazom²³⁵:

$$Var(\Delta R_{i,t}) = \beta_{i,t}^2 Var(\Delta R_{b,t}) + Var(\varepsilon_{i,t})$$

²³⁵ Ovaj rezultat sledi iz prethodno izvedenog razlaganja ukupnog varijabiliteta prinosa na pojedinačnu akciju.

Racio varijanse (*variance ratio*) koji u uslovima potpune integracije mora uzimati vrednost jedan je:

$$VR_{i,t} = \frac{\beta_{i,t}^2 Var(\Delta R_{b,t})}{Var(\Delta R_{i,t})}$$

On je direktno srazmeran veličini $\beta_{i,t}$ i varijansi promene u prinosima referentne aktive, a obrnuto srazmeran varijansi promene u prinosima lokalne aktive.

Na tržištu akcija se takođe obračunava racio varijanse kao uticajan pokazatelj integracije zasnovan na vestima. Međutim, do njega se dolazi na nešto drugačiji način. Pouzdan obračun ovog racia zahteva pažljiv odabir referentne aktive čija promena prinosa reflektuje dejstvo zajedničkih vesti. Na tržištu državnih HOV je utvrđivanje referentne obveznice bilo relativno lako izvršeno, a izbor je pao na nemačke obveznice. Na tržištu akcija ovaj zadatak nije jednostavno izvršiti. Po prirodi stvari, trebalo bi se orijentisati na konstrukciju širokog portfolija akcija u evrozoni i pratiti promenu prinosa takvog portfolija koja bi, po analogiji sa referentnim obveznicama, trebala da bude rukovođena dejstvom zajedničkih vesti. Dosadašnja istraživanja determinanti prinosa akcija su pokazala da među njima značajno mesto zauzimaju globalni faktori (vesti). Ova konstatacija se jednako odnosi i na akcije iz evrozone, i po definiciji prenosi i na promenu prinosa širokog portfolija. Zato bi, pre svega, bilo poželjno razdvojiti delovanje globalnih od zajedničkih vesti na prinose akcija iz evrozone. Na način istovetan reprezentovanju zajedničkih vesti na tržištu akcija u evrozoni, za reprezentovanje globalnih vesti potrebno je izabrati indeks sa međunarodno široko afirmisanog tržišta akcija, u kom slučaju logičan izbor čini finansijsko tržište u SAD. Ova ideja se formalizuje preko sledećeg modela:

$$R_{i,t} = \mu_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

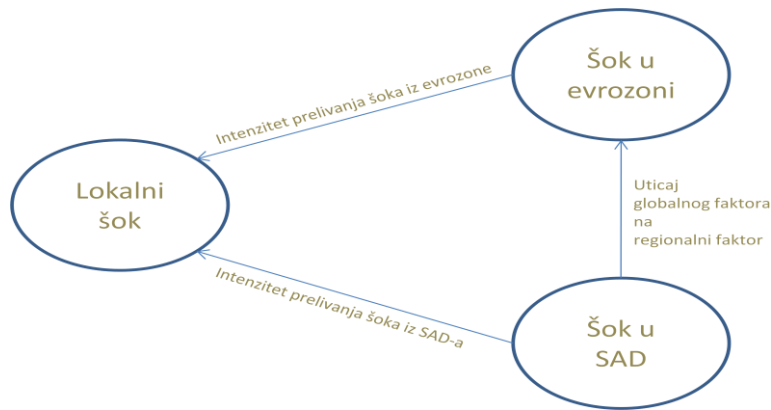
Na levoj strani jednačine nalazi se stvarni prinos na akcije²³⁶ u zemlji i u trenutku t - $R_{i,t}$. Na desnoj strani jednačine nalaze se očekivana stopa prinosa akcija $\mu_{i,t}$ i devijacija

²³⁶ Reprezentovan prinosom lokalnog indeksa akcija, kao što su u Srbiji Belex 15 i Belex line.

od očekivane stope prinosa na akcije $\varepsilon_{i,t}$. Devijacija, koja može da se razume kao neočekivani deo stvarne stope prinosa, može da se razloži na tri komponente:

$$\varepsilon_{i,t} = e_{i,t} + \beta_{i,t}^{EU} \varepsilon_{EU,t} + \beta_{i,t}^{US} \varepsilon_{US,t}$$

Jedan deo devijacije se vezuje za nove lokalne vesti ($e_{i,t}$), drugi deo za nove zajedničke ili regionalne vesti ($\varepsilon_{EU,t}$), a treći deo za nove globalne vesti ($\varepsilon_{US,t}$). Parametri $\beta_{i,t}^{EU}$ i $\beta_{i,t}^{US}$ predstavljaju meru reakcije, odnosno osetljivosti, stvarne stope prinosa na akcije na vesti iz evrozone i sveta, respektivno. Oni pokazuju intenzitet sa kojim se promene prinosa na tržištu akcija u evrozoni i u SAD transmituju na prinose lokalnog tržišta akcija. Ovi parametri nisu konstantni u vremenu, zbog čega se u njihovom subskriptu pojavljuje oznaka za vreme t , tako da uzimaju različite vrednosti u različitim podperiodima. Ova segregacija je obavljena sa svrhom praćenja promena u reakciji stope prinosa na akcije na vesti iz evrozone i sveta tokom vremena. Slika 26. prikazuje strukturu međusobnog odnosa šokova koji su pokretači kretanja cena na tržištu akcija i njihovih prinosa.



Slika 26: Pokretači promene cena akcija

Ukupna varijansa prinosa na akcije u zemlji i je definisana izrazom²³⁷:

$$\sigma_{i,t}^2 = h_{i,t} + (\beta_t^{EU})^2 \sigma_{EU,t}^2 + (\beta_t^{US})^2 \sigma_{US,t}^2$$

²³⁷ Usvojene pretpostavke, koje vode navedenom izrazu, su da lokalne vesti nisu korelisane među zemljama, kao ni sa vestima iz evrozone i sveta.

Iz ove relacije proizlazi da je relevantni racio varijanse koji pokazuje koji deo varijanse prinosa akcija na nacionalnom tržištu akcija je objašnjen vestima iz evrozone²³⁸:

$$VR_{i,t}^{EU} = \frac{(\beta_t^{EU})^2 \sigma_{EU,t}^2}{\sigma_{i,t}^2}$$

Sa ispunjenjem očekivanja o rastu integracije tržišta trebalo bi da bude ispunjeno i očekivanje da će prinosi akcija u zemljama evrozone biti u rastućem stepenu objašnjeni zajedničkim ili regionalnim vestima, a da će značaj lokalnih vesti opadati (pad vrednosti $h_{i,t}$). Prema tome, vrednost ovog racija bi trebala da teži jednici. Takođe, ovo implicira i rast parametra $\beta_{i,t}^{EU}$, jer bi osetljivost prinosa akcija u bilo kojoj zemlji na vesti iz evrozone trebala porasti. U jednoj interpretaciji moguće je da dođe do rasta navedenog parametra bez objektivno realizovanog rasta stepena integracije tržišta akcija. Ekonomska integracija među zemljama može da se manifestuje konvergencijom njihovih privreda koja rezultuje u njihovoj veoma velikoj sličnosti. Zbog toga, lokalni šokovi ne bi bili više tako osobeni, već prilično slični, mada mogućnost asimetričnih šokova time ne bi bila eliminisana.

Kada se izvode pokazatelji integracije zasnovani na vestima na tržištu obveznica i tržištu akcija potrebno je imati u vidu jednu komplikaciju koja je vezana za akcije. Za razliku od obveznica čije cene se menjaju isključivo kao rezultat promene diskontne stope jer su novčani tokovi unapred poznati, cene akcija mogu da se menjaju, pored ovog razloga, još i zbog korekcije njihovih očekivanih novčanih tokova. Zbog toga, rastući značaj zajedničkih vesti u objašnjavanju varijacija prinosa akcija na nacionalnom tržištu može biti rezultat postepene konvergencije diskontnih stopa ili očekivanih novčanih tokova, ili oboje. Konvergencija novčanih tokova se zbiva kao posledica ekonomske integracije, jer ako jedno geografsko područje sastavljeno od više država usled integracije počinje da deli istu ekonomsku sudbinu, tada bi korporativni profiti, iz kojih se isplaćuju dividende, morali da se ujednačavaju u rastućem stepenu. Do

²³⁸ Preporučuje se da se pored ovog racija varijanse utvrdi još i racio varijanse koji pokazuje koji deo varijanse prinosa akcija na nacionalnom tržištu akcija je objašnjen vestima sa tržišta akcija u SAD, kojima se aproksimiraju globalne vesti. Direktno poređenje između ova dva racia varijansi upućuje na to koje vesti su relevantnije i presudnije utiču na kretanje prinosa na tržištima akcija u zemljama evrozone.

konvergencije diskontnih stopa dolazi sa nivelacijom nacionalnih stopa inflacije, kao i realnih kamatnih stopa, koja je rezultat monetarne integracije. Ipak, nalazi dosadašnjih istraživanja ukazuju da presudan uticaj na kretanje cena akcija ima promena diskontne stope, tako da se sinhronizacija kretanja cena akcija na nacionalnim tržištima ipak može pripisati pre finansijskoj nego ekonomskoj integraciji.

3.3. Pokazatelji finansijske integracije zasnovani na kvantitetima

Ova grupa pokazatelja je veoma korisna jer ukazuje na određene aspekte realnih dešavanja važnih za ocenu nivoa integracije, koji se ne mogu obuhvatiti i izraziti preko prethodne dve grupe pokazatelja. Za svaki segment finansijskog tržišta moguće je definisati odgovarajuće pokazatelje zasnovane na kvantitetima. Oni se mogu podeliti na dve vrste: a.) pokazatelji kojima se prati prekogranična aktivnost i b.) pokazatelji kojima se prati pristrasnost pri plasmanu sredstava i konstruisanju portfolija (*home bias*)²³⁹.

Kao primer prve vrste pokazatelja može se navesti prekogranična aktivnost na tržištu nekolateralizovanih međubankarskih kredita. Ukoliko su nacionalna tržišta novca relativno segmentirana pojedinačne banke će preferirati pri obavljanju transakcija na njemu transaktore domaćeg porekla. Obratno, što su ova tržišta integrisanija, nivo prekogranične aktivnosti biće viši. Zato utvrđeni nivo prekogranične aktivnosti indicira nivo integracije tržišta i posredno prenosi informaciju o tome da li su banke iz različitih zemalja ravnopravno tretirane na širem tržištu. Poželjno bi bilo da pojedinačne banke ne ispoljavaju ni težnju da obavljaju transakcije sa ECB-om. Svaki rast broja i vrednosti transakcija zaključenih sa ECB-om se može tumačiti kao indirektan signal o percepciji inferiornosti i izbegavanju drugih banaka na tržištu sa kojima su te transakcije alternativno mogle biti zaključene. Ovo se jednako odnosi na depozitne i kreditne olakšice ECB-a. Kada međubankarsko tržište efikasno i skladno funkcioniše, banke mogu samostalno, na osnovu međusobnih dogovora, da izvrše alokaciju postojeće likvidnosti u sistemu bez intervencije treće strane, oličene u centralnoj banci. Prema

²³⁹ French i Poterba (1991) i Tesar i Werner (1995) su među prvima detaljnije ispitivali fenomen pristrasnosti ka domaćim hartijama od vrednosti pri konstrukciji portfolija. Argumentovan pregled ove pojave može se naći i u Lewis (1999). Od novijih radova izdvajaju se Ahearne, Grier i Warnock (2004) i Chan, Covrig i Ng (2005).

tome, svaki rast nivoa korišćenja stalnih olakšica ECB-a je signal da tržište ne funkcioniše besprekorno. Na segmentu tržišta bankarskih usluga reprezentativan pokazatelj ove vrste bi bio iznos prekograničnih kredita odobrenih kompanijama ili nekim drugim subjektima. Svaki rast iznosa ovih kredita ukazuje da je stranim bankama kreditiranje nerezidenata olakšano i dostupno u sličnoj meri kao i rezidenata. U kreditnim poslovima, kao uostalom u svim poslovima plasiranja sredstava, neizostavne su određene frikcije koje je skoro nemoguće otkloniti. Ono što se ovim pokazateljem integracije bankarskog tržišta nastoji utvrditi jeste da li efektivno te frikcije vrše asimetričan uticaj na banke iz različitih zemalja. Ako asimetričan uticaj ne postoji, kreditiranje nerezidenata bi trebalo da bude jednako atraktivno kao i kreditiranje rezidenata.

Pokazatelji kojima se prati pristrasnost pri plasmanu sredstava i konstruisanju portfolija polaze od ideje da su subjekti u načelu skloniji da investiraju u domaće finansijske aktive nego u strane, iako je sa stanovišta podele rizika druga opcija daleko primamljivija. Sa tim ciljem se na tržištu akcija razmatra struktura portfolija institucionalnih investitora²⁴⁰ - investicionih fondova, osiguravajućih kompanija i penzionih fondova. Portfolio menadžeri ovih finansijskih institucija bi trebalo da poseduju dovoljno znanja o koristima međunarodne diversifikacije portfolija koja bi trebalo da presudno utiču na implementaciju najvišeg izvodivog stepena diversifikacije njihovog portfolija. Svaki pad udela domaćih hartija od vrednosti u portfoliju i kompenzirajući rast udela inostranih hartija od vrednosti bi signalizirao povišen stadijum integracije. Na isti način mogu se konstruisati pokazatelji ove vrste i na tržištima korporativnih i državnih obveznica. Ukoliko bi nivo diversifikacije portfolija u evropskim razmerama bio izraženiji kod jednog tipa institucionalnih investitora nego kod drugih, to bi bio znak da postoje određene barijere za diversifikaciju portfolija kod potonjih investitora koje obaraju nivo integracije ispod poželjnog nivoa²⁴¹.

²⁴⁰ Svojim poslovanjem institucionalni investitori doprinose svođenju pristrasnosti ka domaćim aktivama na manju meru. Kao profesionalni investitori, oni su bolje osposobljeni za vršenje ulaganja u inostrane aktive. Između ostalog, oni upošljavaju visoko kvalifikovane analitičare koji relativizuju dejstvo informacione asimetrije - superiornija informisanost o domaćim nego o stranim aktivama, a njihova veličina im dozvoljava da dogovore daleko niže tarife za obavljanje prekograničnih investicija od redovnih, čime se relativizuje značaj transakcionih troškova.

²⁴¹ Adam et al. (2002) ističu da se takav fenomen pojavio kod Španije. Sektor investicionih fondova i osiguravajućih kompanija nije iskazivao znake integracije, jačanje udela evropskih aktiva, čak ni posle

Veliki broj autora se bavio ispitivanjem razloga za pristrasnost ka domaćim aktivama. Među različitim razmatranim razlozima izdvojila su se četiri. Prvi razlog su transakcioni troškovi. Troškovi trgovanja inostranim aktivama su viši nego domaćim aktivama. Povrh toga, što je tržište kapitala slabije razvijeno ovi troškovi su viši, tako da objektivno predstavljaju poseban problem za tržišta u razvoju. Sa jedne strane, autori kao što su Tesar i Werner (1995) zaključuju da je racio obrta inostrane aktive u portfoliju viši nego domaće aktive, što je u suprotnosti sa suštinom samog razloga. Sa druge strane, Mann i Meade (2002) verifikuju da postoji uticaj transakcionih troškova na pristrasnost, ali je u ekonomskom smislu on prilično mali. Sumarno, ovaj razlog ima svoj značaj, ali nema snagu da u celini objasni pristrasnost. Drugi razlog je slabija informisanost inostranih investitora. Deficit informacija o inostranim ulaganjima ih čini rizičnijim, što investitori u načelu nastoje da izbegnu. Kang i Stulz (1994) su poduprli ovaj argument tako što su dokazali na japanskom tržištu kapitala investitori prekomerno ulažu u velike kompanije koje tržištu šalju veliku masu informacija o svom poslovanju. Drugi autori su takođe dali dokaze u prilog ovom argumentu²⁴². Interesantan aspekt ovog razloga je što njegovo dejstvo nije omeđeno međunarodnim okvirom, već je jednako aplikativno i za objašnjenje tokova ulaganja unutar zemalja. Treći razlog su ograničenja u sprovođenju zaključenih ugovora. Svaki investitor poznaje svoj pravni sistem i njegovu pouzdanost u slučaju nepoštovanja ugovora. To nije slučaj sa stranim pravnim sistemom. U širem smislu ovaj razlog obuhvata rizik moralnog hazarda i rizik strane zemlje. Četvrti razlog je izlaganje deviznom riziku. Za utvrđivanje optimalnog portfolija koristi se međunarodna verzija CAPM modela. Pod određenim uslovima²⁴³, izvodi se optimalni portfolio koji ne ispoljava pristrasnost ka domaćim aktivama. Ravnoteža u međunarodnim okvirima je postignuta kada svi investitori drže globalni

uvođenja evra. Za razliku od njih sektor penzionih fondova se pokazao kao veoma fleksibilan i responzivan na mogućnost lagodnijeg ulaganja u aktive iz evrozone, indicirajući viši nivo integracije.

²⁴² Npr. Edison i Warnock (2004). Oni su se bavili unakrsno listiranim akcijama, tj. akcijama kojima se može trgovati na više berzi. Na američkim berzama izdvojili su akcije stranih kompanija kojima se može trgovati na njima i pokazali da one nisu podvrgnute dotičnoj pristrasnosti.

²⁴³ Pogledati npr. u Elton i Gruber (2007). U odnosu na standardnu verziju CAPM-a, ova verzija zahteva dva posebna uslova: potpuno integrisana finansijska tržišta i važenje pariteta kupovne snage nacionalnih valuta. Prvi uslov podrazumeva pristup i raspolaganje stranim aktivama na jednak način kao i domaćim, a ova problematika se nalazi u središtu procesa finansijske integracije. Drugi uslov podrazumeva da ravnotežni devizni kursevi u dugom roku zadovoljavaju uslov pariteta kupovne snage novca nacionalnih valuta. Ovaj uslov počiva na poznatom zakonu jedinstvene cene po kojem identična dobra (uključujući i hartije od vrednosti) na distinktivnim tržištima moraju kategorički imati istu cenu. Kada je uslov pariteta kupovne snage novca zadovoljen, devizni rizik postaje irelevantan. Oba uslova nisu do kraja zadovoljena u realnosti.

tržišni portfolio u kojem je ponder nacionalnih portfolija jednak proporciji kapitalizacije nacionalnih tržišta u ukupnoj svetskoj tržišnoj kapitalizaciji. Pošto uslov vezan za paritet kupovnih snaga nacionalnih valuta nije ispunjen u realnosti, investitori mogu konstruisati portfolio koji odstupa od optimalnog portfolija po CAPM modelu sa ciljem zaštite od izloženosti deviznom riziku. Efektivno, snaga ovoga razloga je najslabija od sva četiri navedena razloga.

Kao poseban faktor koji utiče na pristrasnost ka domaćim aktivama navodi se otvorenost zemlje. Ona se može posmatrati kroz više dimenzija. Jedna je privredna orijentacija zemlje prema svetskom tržištu i integracija zemlje u međunarodne trgovinske tokove koja se ogleda kroz učešće njenog izvoza u bruto domaćem proizvodu. Zemlje se visokim učešćem imaju manju potrebu za međunarodnom diversifikacijom i ulaganjima u inostrane finansijske aktive jer im posedovanje akcija domaćih kompanija koje izvoze na inostrana tržišta pruža potrebnu podelu rizika. Tako se do međunarodne diversifikacije dolazi indirektno, pa se na samu kupovinu akcija domaćih multinacionalnih kompanija može gledati kao na indirektna strana ulaganja. Ako se posmatraju izolovano prinosi na finansijsku aktivu onda se potcenjuje uloga multinacionalnih kompanija u međunarodnoj podeli rizika. Budd i Slaughter (2004) su pokazali da ako matična kompanija ostvaruje visoki profit, to se može povezati sa višim zaradama u njenim kompanijama ćerkama osnovanim u drugim zemljama. Ovo je stoga poseban kanal podele rizika između zemalja. Druga dimenzija je generalna otvorenost zemlje. Ako su kompanije sklone ka vođenju poslovanja u stranim zemljama i geografskoj diversifikaciji poslovanja, moguće je da isti sentiment dele i domaći investitori. Zbog toga bi bila izražena njihova sklonost ka investiranju u inostrane finansijske aktive. Između dve navedene dimenzije postoji kontradiktornost efekata. Prva dimenzija ide u prilog pristrasnosti ka domaćim aktivama, dok druga dimenzija deluje u smeru eliminisanja dotične pristrasnosti. Prema Bosch i Schoenmaker (2006) druga dimenzija odnosi prevagu, a oni to nazivaju efektom otvorenosti (*openness effect*).

Obe vrste pokazatelja poseduju izvesne nedostatke. Osnovna zamerka prvoj vrsti pokazatelja je što se prekogranični tokovi novca ne smatraju ni potrebnim ni dovoljnim

uslovom za finansijsku integraciju. Zakon jedinstvene cene, na čijem zadovoljenju počiva definicija finansijske integracije, može važiti i u potpunom odsustvu bilo kakvih prekograničnih tokova novca. Na primeru tržišta bankarskih kredita to se može dokazati. Strane banke ne moraju nužno da kreditiraju domaće subjekte da bi oni uživali iste uslove kreditiranja kao i rezidenti zemalja iz kojih strane banke potiču. Objektivna pretnja od takve mogućnosti vrši pritisak na domaće banke da svoje uslove kreditiranja prilagode onima koje nude strane banke. U tom slučaju do prekograničnog kreditiranja neće doći, ali će svejedno integracija tržišta bankarskog kredita biti ocenjena kao potpuna. Druga krajnost prekograničnih tokova novca jednako nije ubedljiva. Činjenica da su ovi tokovi na vanredno visokom nivou ne može neopozivo da se tumači kao znak napredne finansijske integracije. Sve dok takvi tokovi ne dovedu do izjednačavanja domaće i inostrane kamatne stope, integracija neće biti postignuta. Među razlozima zašto do takvog ishoda neće doći može se izdvojiti velika tržišna moć pojedinih banaka.

Druga vrsta pokazatelja logično proishodi iz portfolio teorije. Po njoj, subjekti bi trebalo da u svom posedu drže portfolio koji se nalazi na efikasnoj granici - efikasni portfolio. U međunarodnim okvirima to će biti portfolio sastavljen kako od domaćih tako i od inostranih aktiva. Poređenjem strukture formiranih portfolija investitora sa izračunatim efikasnim portfolijima može se izvesti nalaz o iskorišćenom potencijalu finansijske integracije, i preostalom neiskorišćenom²⁴⁴. Međutim, u nedostatku podataka o strukturi portfolija pojedinačnih investitora pribeglo se rešenju da se prate portfoliji institucionalnih investitora kao njihova bliska aproksimacija. Individualni investitori,

²⁴⁴ Ahearne, Grier i Warnock (2004) mere ovo odstupanje za portfolio akcija (*equity home bias* - EHB) na sledeći način:

$$EHB_i = 1 - \frac{\text{Foreign Equity}_i}{\text{Foreign Equity to Total Market}_i}$$

Brojilac razlomka pokazuje udeo strane aktive u ukupnom portfoliju akcija zemlje *i*, dok imenilac razlomka pokazuje udeo strane aktive u svetskom portfoliju akcija - strana aktiva se definiše u odnosu na svaku zemlju *i*. Način na koji se definiše ukupan portfolio akcija zemlje *i* je opisan u tački 7.4.4. rada posvećenoj analizi integracije tržišta akcija. Npr. ukoliko je udeo stranih akcija u portfoliju zemlje *i* 10%, dok je svetski portfolio akcija sastavljen od 95% stranih akcija i 5% domaćih akcija, EHB bi bio 0,89. Obzirom da se EHB kreće između 0 i 1, pri čemu viša vrednost ukazuje na veću pristrasnost, obračunata vrednost govori o veoma visokoj pristrasnosti ka domaćoj aktivu. Prema podacima iznetim u Bosch i Schoemaker (2006) na nivou EU se do 2000. god. EHB kretao između 0,85 i 0,95. Od tada je došlo do njegovog smanjenja, a najnižu vrednost u 2004. god. je imala Holandija sa 0,43. U proseku veću vrednost su beležile zemlje južne Evrope, na čelu sa Grčkom sa 0,97. Poređenja radi EHB je za SAD prilično stabilan u vremenu i nalazi se nešto iznad nivoa od 0,8. Pored mere pristrasnosti za portfolio akcija moguće je na isti način doći do mere za tržište dužničkih hartija od vrednosti

pak, mogu postići željenu diversifikaciju i kada institucionalni investitori nemaju diversifikovan portfolio. Teorijski je izvodivo da svaki investicioni fond ulaže u samo jednu zemlju, a da individualni investitori određuju pondere za ulaganja u pojedinačne investicione fondove čime konstruišu željene portfolije. Ovaj problem se može efikasno otkloniti ukoliko se uzimaju podaci za kompletan sektor svakog od tipova institucionalnih investitora čime se prevazilazi potencijalni problem nediversifikovanosti pojedinačnih portfolija. Dodatni problem nastaje jer se sa tačnošću ne može tvrditi da domaći individualni investitori ne ulažu u inostrane investicione fondove. U tom slučaju slabi reprezentativnost portfolija nacionalnih sektora investicionih fondova koji bi trebalo da odražava kompoziciju portfolija individualnih investitora. Ova opasnost je realna ako se ima u vidu da finansijska integracija pospešuje uklanjanje barijera takvim oblicima ulaganja. Ipak, i pored ovih primedbi ova vrsta pokazatelja ima visoku upotrebnu vrednost. Realno je da diversifikacija individualnih portfolija napreduje po oba navedena toka - kroz diversifikaciju portfolija domaćih investicionih fondova i kroz ulaganja u inostrane investicione fondove.

U početku, integrisanost tržišta obveznica i tržišta akcija se merila iznosom imovine kojom upravljaju investicioni fondovi sa investicionom strategijom ulaganja u zemlje evrozone ili EU²⁴⁵. Rast udela imovine kojom upravljaju fondovi sa evropskom strategijom u ukupnoj imovini kojom upravljaju svi fondovi se tumači kao povoljan korak ka finansijskoj integraciji. Klasifikacija Evropske federacije investicionih fondova i kompanija nije mogla da drži korak sa vremenom jer su fondovi počeli da biraju u većem stepenu strategije sa širim geografskim okvirom²⁴⁶. Delimično zbog ove manjkavosti, a delimično i zbog već navedenog nedostatka informacija o ulaganju individualnih investitora u inostrane fondove prelazi se na izučavanje agregatnog portfolia investicionih fondova zemalja evrozone i njegovu kompoziciju kao merodavnog kvantitativnog indikatora integracije.

²⁴⁵ Prema klasifikaciji Evropske federacije investicionih fondova i kompanija (*Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'investissement*), čiji podaci su bili korišćeni, svi fondovi se prema investicionoj strategiji razvrstavaju na one koji investiraju na: a.) domaćem tržištu, b.) evropskom tržištu i c.) globalnom tržištu.

²⁴⁶ Diferencirale su se različite strategije međunarodne diversifikacije kod investicionih fondova i penzionih fondova. Penzionih fondova su diversifikaciju postigli rebalansom svog portfolija akcija i obveznica, dok su društva za upravljanje investicionim fondovima registrovala nove investicione fondove sa globalnim karakterom portfolija.

U poslednjim godinama razvili su se novi pokazatelji integracije zasnovani na kvantitetima koji se zasnivaju na statistici sektora monetarno finansijskih institucija, koja se tradicionalno koristila za ocenu integracije tržišta bankarskih usluga. Buch, Driscoll i Ostergaard (2005) u svom radu pokazuju da se u portfolijima banaka takođe primećuje pristrasnost ka domaćim aktivama.

Poseban aspekt razmatranja pojave sklonosti investitora ka investiranju u aktive domaćeg porekla na nivou evrozone jeste što umesto opovrgavanja prisutnosti ove pojave, čemu se stremlji kada se tumače kvantitativni pokazatelji, može da se dođe do njene reafirmacije. Drugim rečima, fenomen sklonosti ka određenim aktivama će ostati na snazi, a promeniće se samo njegova priroda. Ako investitori iz evrozone otvoreno iskazuju svoju preferenciju prema aktivama iz ovog područja, onda se samo naklonost ka domaćim aktivama zamenjuje naklonošću ka evroaktivama. Ova nova manifestacija starog fenomena bi se mogla nazvati pristrasnošću ka evrozoni pri plasmanu sredstava i konstruisanju portfolija (*euro area home bias*). Tako se potraga za integracijom, koja se meri ovom vrstom pokazatelja, okončava u pronalaženju nove pristrasnosti.

3.4. Pregled pokazatelja finansijske integracije za određene segmente finansijskog tržišta

3.4.1. Tržište novca

Tržište novca je sastavni deo finansijskog tržišta na kome se pozajmljuje novac na kratak vremenski period, po pravilu do godinu dana²⁴⁷. Glavni učesnici na ovom tržištu su banke koje, participirajući na ovom tržištu, rafinirano upravljaju svojom likvidnošću. Prema tipologiji ECB-a, ono se deli na 3 podsegmenta: tržište kolateralizovanog duga, tržište nekolateralizovanog duga i tržište derivata izvedenih iz kratkoročnog duga. Integracija tržišta novca ima posebnu težinu jer je ono na izvoru uticaja nosilaca monetarne politike. U transmisiji monetarnih impulsa ono bi trebalo prvo da reaguje i

²⁴⁷ Šoškić i Živković (2007) definišu tržište novca kao skup svih finansijskih transakcija kojima se obavlja promet finansijskih instrumenata sa rokom dospeća manjim od jedne godine. Ovde se apostrofira tržište novca u širem smislu od onoga koje će biti implicirano u konsekvantnoj analizi integracije tržišta novca.

prenese impuls na druge sastavne delove finansijskog tržišta. Kod zemalja koje su zadržale svoju valutu, i time monetarni suverenitet, tržište novca je po definiciji jedinstveno i efikasno reaguje na promenu pravca monetarne politike. Kod zemalja koje su usvojile zajedničku valutu i imaju nadnacionalnu centralnu banku, kakav je slučaj sa zemljama evrozone, neintegrisano tržište novca predstavlja opasnost da monetarni impulsi i likvidnost na tržištu neće biti ravnomerno raspoređeni između nacionalnih tržišta novca i učesnika na njima. To dalje može prouzrokovati distorzije u valorizaciji finansijskih instrumenata na ovom tržištu i kreaciju nejednakih uslova za sve učesnike.

3.4.1.1. Disperzija kamatnih stopa na tržištu nekolateralizovanih kredita

Na tržištu nekolateralizovanog duga banke odobravaju kredite jedna drugoj bez efektivnih sredstava obezbeđenja, koja mogu da se odnose na zalaganje hartija od vrednosti ili prilaganje garancija/jemstava od strane zajmotražioca. Prema godišnjoj anketi koju sprovodi ECB²⁴⁸, a tiče se stanja i dešavanja na tržištu novca u evrozoni, najveći obim aktivnosti se beleži kod kredita koji se odobravaju sa kraćim rokovima dospeća. Ako se posmatra učešće prekonoćnih međubankarskih kredita u ukupnim nekolateralizovanim kreditima, ono u proseku iznosi oko 70% što je jasan indikator gde je aktivnost skoncentrisana. Sa druge strane, krediti sa rokom dospeća dužim od jednog meseca su gotovo neprimetni u ukupnoj aktivnosti obzirom na svoje učešće od svega nekoliko procenata²⁴⁹.

Zahvaljujući tome što su karakteristike finansijskih ugovora/instrumenata na tržištu novca dovoljno bliske u pojedinačnim zemljama evrozone, direktno poređenje kamatnih stopa je izvodivo i daje zadovoljavajuće zaključke o nivou integracije. Među indikatorima zasnovanim na cenama po svojim performansama preovlađuju oni koji prate disperziju kamatnih stopa. Kao mera disperzije preporučuje se standardna devijacija. Na slici 27. prikazana je standardna devijacija kamatnih stopa na nekolateralizovane kredite u tri ročna segmenta: prekonoćnom, jednomesečnom i dvanaestomesečnom. Prekonoćni nekolateralizovani krediti su oni koji su odobreni u

²⁴⁸ Misli se na *Euro Money Market Survey*, na osnovu koga se sastavlja Izveštaj o tržištu novca u evrozoni (*Euro Money Market Study*).

²⁴⁹ Prema poslednjoj anketi iz 2012. god. njihovo učešće je iznosilo svega 2%.

jednom TARGET radnom danu, a dospevaju u narednom. Svaka banka koja je član panela banaka za obračun EONIA-e dostavlja ECB-u podatak o ukupnoj sumi prekonoćnih nekolateralizovanih kredita odobrenih zaključno sa krajem tekućeg radnog dana TARGET-a i ponderisanoj prosečnoj kamatnoj stopi po njima, gde se kao ponderi pojedinačnih kamatnih stopa pojavljuju iznosi prekonoćnih kredita. U osnovi, ovi podaci se agregiraju na nivou svih banaka članica panela i izlazi se sa opštom EONIA stopom. Međutim, u svrhe ocene nivoa integracije ovde se posmatraju prosečne nacionalne EONIA stope. Svaka od tih stopa se dobija na sličan način kao i opšta stopa s tom razlikom što se broj banaka, čiji podaci se uzimaju u obzir, ograničava samo na banke iz definisane zemlje²⁵⁰. Isti postupak se primenjuje i na obračun standardnih devijacija kod preostale dve ročnosti koji se bazira na podacima iz kojih se izvode referentne EURIBOR stope.

Standardna devijacija se dobija iz sledećeg izraza:

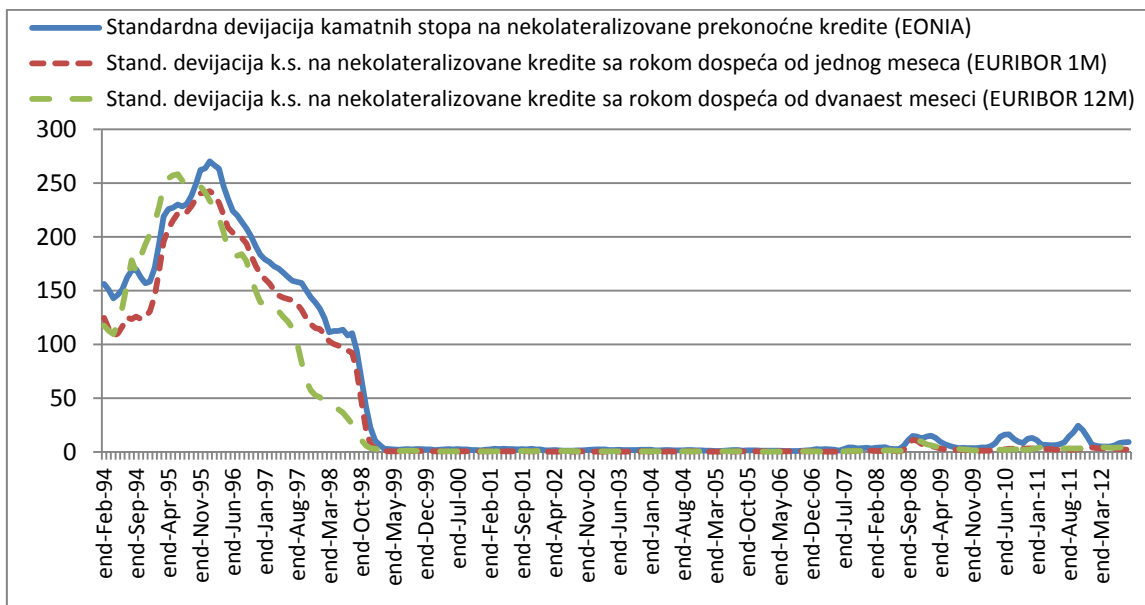
$$SD_t = \sqrt{\frac{1}{n_t} \sum_c (r_{c,t} - r_t)^2}$$

u kojem je n_t broj zemalja koje koriste evro kao valutu u datoj vremenskoj tački, a $r_{c,t}$ je neponderisani nacionalni prosek kamatnih stopa $r_{i,t}^c$, pri čemu je svaku od tih pojedinačnih stopa prijavila jedna od m_c banaka iz zemlje c u trenutku t . Nacionalna stopa $r_{c,t}$ se tako dobija iz sledećeg izraza:

$$r_{c,t} = \frac{1}{m_c} \sum_i r_{i,t}^c$$

Prosek svih nacionalnih stopa je r_t i on se utvrđuje kao njihov neponderisani prosek.

²⁵⁰ U nekim zemljama, kao što su Grčka i Portugal, samo jedna banka se vodi kao članica panela. U tom slučaju nacionalna EONIA stopa je prosto ponderisana prosečna kamatna stopa dotične banke, npr National Bank of Greece u Grčkoj.



Slika 27: Disperzija kamatnih stopa na nekolateralizovane međubankarske kredite u periodu 1994-2012.

Izvor: European Central Bank

Prilikom izražavanja vremenske serije standardnih devijacija podaci su izravnati metodom pokretnih proseka, obračunavaju se šezdesetjednodnevn pokretni proseci a obzirom da je vremenska frekvencija ovog indikatora mesečna uzima se poslednji mesečni podatak izravnate serije kod raportiranja indikatora.

Iz slike 27. može se videti da se standardna devijacija kamatnih stopa na nekolateralizovane prekonoćne kredite sredinom 1990-ih kretala u rasponu 150-270 baznih poena. Krajem 1997. god. dolazi do pada standardne devijacije ispod donje granice dotadašnjeg raspona, da bi krajem 1998. god. ona bila već ispod 100 baznih poena. Početkom 1999. god. dolazi do njenog daljeg oštrog pada koji korespondira efektivnom uvođenju evra 4. januara 1999. god. u trećoj fazi formiranja ekonomske i monetarne unije. Zahvaljujući uvođenju zajedničke valute, ali i obavezujućoj harmonizaciji ekonomskih politika koju predviđa Pakt za stabilnost i rast, standardna devijacija je od marta 1999. god. pala na ispod tri bazna poena. Od tada pa sve do kraja 2007. god. ona se kretala u rasponu 1-3 bazna poena svedočeci o impresivnom nivou integracije²⁵¹. Monetarna integracija se ispostavila presudnom za integraciju prekonoćnog tržišta nekolateralizovanih kredita. Isti zaključak možemo da izvedemo

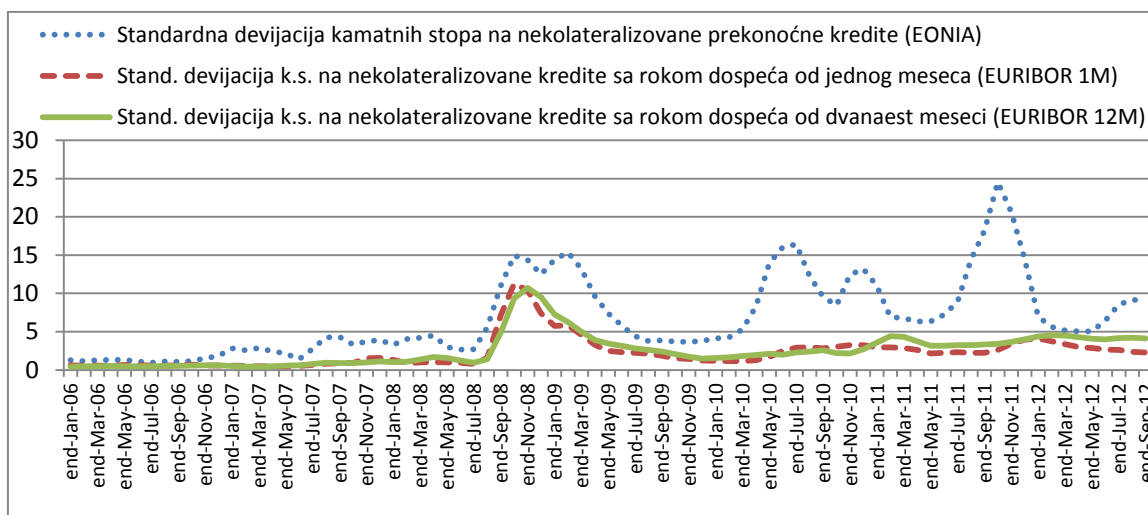
²⁵¹ Najniža vrednost od 0,92 bazna poena je zabeležena u julu 2006. godine.

posmatrajući kretanje standardne devijacije kamatnih stopa kod nekolateralizovanih kredita sa rokom dospeća od jednog i dvanaest meseci. Upoređujući ove standardne devijacije sa istom kod prekonoćnih kredita može se konstatovati još viši nivo integracije, jer su one retko kada prelazile granicu od jednog procentnog poena u periodu mart 1999-januar 2008, što može da se poistoveti sa gotovo perfektnom finansijskom integracijom. Ipak, relevantnost ovog višeg nivoa integracije može biti relativizovana činjenicom da se jako mali obim aktivnosti beleži na ovim ročnim segmentima, što znači i da ima manje razloga za veći varijabilitet.

Subverzivna dešavanja na svetskom finansijskom tržištu, koja su u punoj snazi došla do izražaja u 2008. god, ostavila su traga na integraciju tržišta nekolateralizovanih kredita. Po svojoj prirodi, aktivnost na tržištu novca je izrazito osetljiva na informacije, ili njihov izostanak, o kredibilitetu i finansijskom položaju druge ugovorne strane, u ovom slučaju druge banke. Svaki rast neizvesnosti povodom finansijskog i imovinskog položaja druge banke ometa i suzbija spremnost jedne banke da odobrava kredite na tržištu novca. Da bi se bolje sagledala dešavanja na tržištu nekolateralizovanih kredita i objasnili njihovi uzroci, na slici 28. su prikazane komentarisane mere integracije, ali za skraćeni vremenski okvir 2006-2012. god. Jasno se može primetiti da od sredine 2007. god. rastu napetosti na tržištu koje eskaliraju u septembru 2008. godine²⁵². Disperzija prosečnih nacionalnih kamatnih stopa na tržištu naglo raste²⁵³, a nivo prometa na tržištu jednako brzo opada, što je naročito bilo izraženo kod dužih rokova dospeća gde su krediti sa rokom dospeća dužim od nedelju dana bili veoma retki. Pad nivoa prometa može da se objasni sa dva razloga. Prvi je rast kreditnog rizika partnerske ugovorne strane, tj. druge banke. Drugi je rast rizika likvidnosti, odnosno konsideracije pojedinačnih banaka da će njihove potrebe za likvidnošću porasti što ih podstiče da akumuliraju likvidnost, povlačeći se time sa tržišta. Oba razloga proishode iz formiranih percepcija pojedinačnih banaka.

²⁵² U septembru 2008. god. došlo je do bankrota američke investicione banke *Lehman Brothers*.

²⁵³ U određenim mesecima standardna devijacija prelazi granicu od 15 baznih poena. Pri tome treba imati u vidu da indikatori raportiraju šezdesetjednodnevne pokretne proseke, pa bi u slučaju posmatranja originalnih dnevnih podataka o standardnim devijacijama mogli jasno videti još drastičnije dnevne devijacije koje idu i do 25 baznih poena.



Slika 28: Disperzija kamatnih stopa na nekolateralizovane međubankarske kredite u periodu 2006-2012.

Izvor: European Central Bank

Enorman rast disperzije kamatnih stopa je imanentno povezan sa naraslom neizvesnošću na tržištu koja podstiče specifičnu kontraproduktivnu spiralu. Usled asimetrične informisanosti nije moguće precizno utvrditi broj visokorizičnih zajmotražilaca/banaka na tržištu, a opravdano se sumnja da njihov broj raste. Banke koje raspolažu sa dovoljnom likvidnošću, koju mogu da ponude na tržištu, će zahtevati više kamatne stope kako bi iz dela tog rasta pokrile veće očekivane gubitke. Oprezne i solidne potencijalne banke zajmotražiocima će odustati od zaduživanja po višim kamatnim stopama, čime će na tržištu na strani tražnje ostati samo banke sa spornom kreditnom sposobnošću. Zbog toga se može očekivati još veći rast kamatnih stopa i u određenom momentu kontrakcija ponude kredita, zbog odluke banaka zajmodavaca da prekinu sa odobravanjem kredita zbog neprihvatljivo visokog kreditnog rizika. Smanjena likvidnost tržišta i povišen volatilitet rezultuju u rastu disperzije kamatnih stopa.

Nakon prve akutne faze krize koja je trajala do početka 2009. god. i proizvela snažan negativan uticaj na nivo integracije, dolazi do smirivanja napetosti i postupene stabilizacije uslova na tržištu nekolateralizovanih kredita u prvoj polovini 2009. god. Stabilizaciji su doprinele mere državne politike i popravljjanje stanja u međunarodnom okruženju. Ipak, presudnu ulogu u oporavku pokazatelja integracije na posmatranom tržištu su imale mere ECB-a. Skup ovih mera se jedinstveno naziva pristupom

"proširene kreditne podrške"²⁵⁴. Među njima se posebno izdvaja odluka o realizaciji dugoročnih operacija refinansiranja sa rokom dospeća od godinu dana, u neograničenom iznosu i sa fiksiранom kamatnom stopom (*the fixed rate full allotment tender procedure - FRFA*). Sprovođenje prvog ciklusa ovih operacija najavljeno je 7. maja, a realizovano 25. juna 2009. god, kvantum odobrenih sredstava je iznosio rekordne 442 milijarde evra i ukupno 1121 banka je učestvovala u njima. U toku iste godine organizovana su još dva ciklusa ovih operacija, sa daleko manjim realizovanim iznosima i manjim brojem učesnika. Višak likvidnosti do koga je došlo na međubankarskom tržištu nakon ovih operacija je povoljno delovao i doveo do pada kratkoročnih kamatnih stopa. Tako se kriva prinosa na nekolateralizovane kredite pomerila nadole. Važniji od pada kamatnih stopa je opaženi pad disperzije kamatnih stopa koji ukazuje na oporavak integracije i pojačanu konvergenciju uslova i cene finansiranja među bankama evrozone.

Do interesantnih zaključaka o ponašanju tržišta novca u uslovima krize se može doći ako se uzmu podaci e-MID-a - platforme koja reprezentuju elektronsko tržište za međubankarske depozite²⁵⁵ i preko koje se obavi, prema nalazima ECB-ove studije o uslovima na tržištu novca u evrozoni, oko 17% prometa na tržištu nekolateralizovanih kredita. Transparentna i centralizovana struktura e-MID-a olakšava praćenje i analizu transakcija sa tržišta. To između ostalog podrazumeva razvrstavanje transakcija na one koje se obavljaju između domaćih (italijanskih) banaka i između domaćih i stranih banaka. Tokom krize opaženo je da prosečna kamatna stopa na prvu vrstu transakcija nadmašuje prosečnu kamatnu stopu na drugu vrstu transakcija. Ukoliko usvojimo pretpostavku da se sličan obrazac ponavlja i u drugim zemljama, objašnjenje ove pojave moguće je vezati za suštinske promene u funkcionisanju tržišta novca prouzrokovane

²⁵⁴ Više o merama koje su vodeće centralne banke preduzele, kao i Narodna banka Srbije, za vreme krize i o njihovim efektima se može videti u Lukić (2012).

²⁵⁵ e-MID je osnovan 1990. god. u Italiji sa prvobitnom namerom da opslužuje italijanske banke i bude medijum za međubankarske transakcije u italijanskim liram, da bi sa uspostavljanjem monetarne unije počeo da opslužuje sve banke koje su zainteresovane za međubankarsko trgovanje u evrima, ali i u američkim dolarima i britanskim funtama. Ono je komplement nezvaničnom delu tržišta novca (*over the counter*) na kome se odvija najveći deo prometa, a koje se bazira na bilateralno pregovaranim, ugovorenim i izvršenim transakcijama. Transakcije sa nezvaničnog tržišta se oficijelno ne evidentiraju, pa ne postoje pouzdane baze podataka o njima, zbog čega su jedini izvor informacija o transakcijama ankete određenog broja banaka, u koje između ostalog spada i anketa koju sprovodi ECB i koja je u 2012. god. obuhvatila 172 banke (mada broj anketiranih banaka od godine do godine varira - u 2002. god. anketirana je 121 banka).

krizom. Pre nastupanja krize veći deo domaćih banaka je transakcije zaključivao kako sa domaćim tako i sa stranim bankama, koristeći pritom domaće i inostrana tržišta novca. Kao posledica krize, transakcije između domaćih i stranih banaka dominantno uključuju prvoklasne banke koje su etablirane kao najjače i najmoćnije banke u svojim zemljama²⁵⁶. Viši prosečan kvalitet transaktora u prekograničnim transakcijama se odražava kroz nižu prosečnu kamatnu stopu, dok su manje poznate i istaknute domaće banke više sada upućene na domaće tržište novca na kome se zbog lošijeg kvaliteta zajmotražilaca beleži viša prosečna kamatna stopa. Ovi procesi dele tržište novca u evrozoni u svakoj zemlji na dva nivoa. Na višem nivou, koji obuhvata prekogranične transakcije, vodeće banke trguju međusobno po povoljnim kamatnim stopama, dok se na nižem nivou manje domaće banke oslanjaju na vodeće domaće banke aktivne u prekograničnim transakcijama u smislu obezbeđenja neophodne likvidnosti.

Premda se zbog specifične prirode e-MID-a, koji je jedino centralizovano elektronsko međubankarsko tržište u evrozoni, može dovesti u pitanje reprezentativnost obrasca prometa na njemu tokom krize sa onim na statistički neobuhvaćenom delu tržišta gde neposredno transakcije dogovaraju i zaključuju učesnici (*over the counter*), izloženo objašnjenje koje izvire iz analize osmotrenog obrasca se skladno uklapa u rezultate pomoćnih kalkulacija ECB-a. Kao komplement informaciji o standardnoj devijaciji kamatnih stopa na nekolateralizovane kredite među zemljama evrozone može se upotrebiti informacija o standardnoj devijaciji kamatnih stopa na dotične kredite unutar tih zemalja. Konkretnije, poredi se generalna standardna devijacija kamatnih stopa na tržištu novca u evrozoni sa prosečnom nacionalnom standardnom devijacijom zemalja evrozone. Utvrđeno je da generalna disperzija kamatnih stopa među zemljama značajno prevazilazi prosečnu lokalnu disperziju kamatnih stopa u samim zemljama od septembra 2008. god, što upućuje na regresiju finansijske integracije i jačanje segmentacije na tržištu duž nacionalnih granica. Razlika između navedenih mera disperzije kamatnih stopa postepeno iščezava da bi od sredine 2009. god. gotovo u potpunosti nestala, dotične disperzije se izjednačile i došle na međusobni odnos koji ih je karakterisao u pretkriznim vremenima. Izjednačavanje ovih disperzija ne implicira i svođenje samih disperzija na nivo iz pretkriznog perioda, jer su one ostale na višem nivou.

²⁵⁶ Ovaj koncept je blizak sa pojmom *money-center bank* kojim se opisuju vodeće svetske banke sa sedištem u jednom od finansijskih centara, kao što su Njujork, London ili Tokio.

Instinktivna reakcija na ovakvo kretanje posmatranih disperzija je pozitivna, jer se zasniva na rezonovanju da preostalu disperziju u kamatnim stopama ne izaziva geografska lokacija banaka transaktora. Ova povoljna interpretacija prirodno proishodi iz pretpostavke da se struktura transaktora na lokalnom tržištu novca i u prekograničnim transakcijama nije promenila. Međutim, na osnovu analize podataka e-MID-a zaključuje se da upravo dolazi do promene strukture transaktora. Kao glavni akteri prekograničnih transakcija ističu se velike banke sa jakim bonitetom, dok na lokalnom tržištu novca preovlađuju manje banke sa skromnijim bonitetom. Podvajanje transakcija na tržištu novca na ova dva odvojena dela produkuje homogenizaciju boniteta transaktora na oba nivoa, koja se prirodno transponuje i na disperziju kamatnih stopa. Ako su boniteti transaktora na tržištu ujednačeni, kamatne stope po kojima se transakcije zaključuju će biti bliske što se prenosi i na njihovu nižu disperziju. U obrnutom slučaju, što je izraženiji varijetet boniteta transaktora na tržištu, kamatne stope će uzimati različite vrednosti što će proizvesti veću disperziju. Obzirom da podaci e-MID-a podupiru prvi scenario o homogenizaciji boniteta, ima osnova za odbacivanje implicitne pretpostavke korišćenje kod formulisanja prve interpretacije razvoja razlika u disperzijama kamatnih stopa između i unutar zemalja. Nova interpretacija, koja izvire iz novih činjenica, ukazuje da se podvajanje transakcija na tržištu novca skladno uklapa u opaženu interakciju disperzija kamatnih stopa. Ona, nažalost, nije afirmativno usmerena prema finansijskoj integraciji i ne podrazumeva po definiciji njeno poboljšanje. Prema tome, nivelacija dotičnih disperzija nije jednoznačno tumačena. Ona može karakterisati kako napredak u finansijskoj integraciji, tako i njeno nazadovanje koje je oličeno u segmentaciji tržišta duž nacionalnih granica.

Izložena elaboracija ukazuje na složenost fenomena segmentacije koji može da se ispolji na različite načine. Uobičajeni pristup razmatranju segmentacije naglašava diferencijaciju na tržištu duž nacionalnih granica. Međutim, to nije jedina forma diferencijacije koja se može ispoljiti. Paralelno sa njom mogu se pojaviti i druge forme diferencijacije kao što je gorenavedena diferencijacija prema kreditnoj sposobnosti, koja je ipak u konkretnoj interpretaciji usko povezana sa diferencijacijom duž nacionalnih granica.

Vraćajući se na hronologiju promena standardne devijacije kamatnih stopa na nekolateralizovane kredite, uočava se da je druga polovina 2009. god. bila obeležena normalizacijom stanja na tržištu i konsolidacijom pozitivnih promena koje su počele sredinom iste godine. Tako je standardna devijacija kamatnih stopa na nekolateralizovane prekonoćne kredite u decembru 2009. god. iznosila 3,77 baznih poena, a na kredite sa rokom dospeća od jednog i dvanaest meseci 1,23 i 1,48 baznih poena, respektivno. Ovaj nivo disperzije kamatnih stopa poslednji put je bio zabeležen pre izbijanja krize u 2008. god. ulivajući nadu da će se stanje finansijske integracije konačno stabilizovati i vratiti na pređašnji nivo.

Nažalost, priroda događaja koji presudno determinišu aktuelni nivo finansijske integracije se radikalno menja od 2010. god. Tržišni poremećaji globalnog karaktera, koji su rezultat sloma tržišta drugorazrednih hipotekarnih kredita u SAD, su bili glavni činioci koji su stajali iza iznenadne promene pravca finansijske integracije u 2007. i 2008. god. Kada je njihovo dejstvo prestalo, integracija se postepeno počela vraćati u granice normale. Nove napetosti izrastaju na tržištu državnih obveznica usled pogoršanja stanja u javnim finansijama u nekoliko zemalja evrozone. Ozbiljne rezerve u pogledu održivosti javnih finansija u Grčkoj, Irskoj, Portugalu, Španiji i Italiji su se posebno snažno osetile na tržištu novca i državnih obveznica. Na tržištu nekolateralizovanih kredita disproporcionalno snažno na dotične neizvesnosti su reagovala kamatne stope na prekonoćne kredite. Od početka 2010. god. one progresivno rastu, da bi u julu standardna devijacija kamatnih stopa na ove kredite dostigla novi najviši nivo od 16,41 baznog poena, koji je prevazišao prethodni rekordni nivo iz februara 2009. god. Ovo je najviši nivo prosečne mesečne standardne devijacije od uvođenja evra, a njen najveći skok je zabeležen između aprila i maja kada je porasla sa 8,24 na 13,94 bazna poena. Glavni uzrok ovoga rasta jeste strepnja banaka kreditora da se u portfoliju hartija od vrednosti partnerske strane - banaka debitora nalaze znatne količine obveznica spornih zemalja. Otkaz servisiranja obaveza po osnovu ovih obveznica, a pogotovo nemogućnost isplate nominalnog iznosa obveznice o roku njenog dospeća, bi izložio banke koje ih poseduju ozbiljnim gubicima koji se ne bi mogli jednostavno pokriti iz tekućih prihoda, što bi mogao biti uvod u stečaj banke. U tom slučaju je razboritije i preporučljivije poslovati sa poznatim i proverenim bankama

partnerima, što su po definiciji banke sa domicilnog tržišta, zbog čega dolazi do segmentacije. Na izvestan način, ponavlja se situacija sa početka krize kada je došlo do znatnog rasta disperzije kamatnih stopa usled neizvesnosti i neinformisanosti oko toga u bilansima kojih banaka se nalazi kontaminirana aktiva, koja se uglavnom sastojala od neevropskih hartija od vrednosti pokrivenih zalogom, u prvom redu hartija od vrednosti sa američkog sekundarnog hipotekarnog tržišta - hipotekarnih založnica.

Do popuštanja tenzija na ovom segmentu, ali i na preostalim, dolazi sa novim preduzetim merama ECB-a, koje se tiču redovnih operacija refinansiranja sa rokom dospeća od 3 i 6 meseci u maju i junu, ali po vanrednoj proceduri bez ograničenja kvantuma plasiranih kredita i po fiksiranoj kamatnoj stopi (*FRFA*). Od šireg značaja i uticaja je bio i Program za tržišta hartija od vrednosti (*Securities Markets Programme*) usvojen u maju koji je omogućio ECB-u da vrši direktnu kupovinu državnih obveznica na sekundarnom tržištu²⁵⁷. Do novog kratkotrajnog rasta disperzije kamatnih stopa dolazi krajem iste godine, ali novi rekordni nivo standardne devijacije nije zabeležen. Ovaj rast je bio odraz intenziviranja neizvesnosti u pogledu usvajanja i primene nužnih mera za saniranje budžetskog deficita u zemljama zahvaćenim krizom i spremnosti drugih članica evrozone da pruže finansijsku podršku.

Dramatičan rast generalne standardne devijacije kamatnih stopa na prekonoćne kredite prikriva raslojavanje do koga dolazi na tom delu tržišta. Ono odražava pravu prirodu dezintegracionih procesa na snazi. Disperzija navedenih kamatnih stopa je upadljivo niska, čak na nivou iz pretkriznog perioda, ako se obračun vrši samo za skup zemalja koje nisu zahvaćene fiskalnom krizom. Kalkulacija ovih uže specifikovanih standardnih devijacija, za bonitetne i zemlje u nepritikama, tako daje bolji uvid u kompleksna zbivanja i etiketira pokretače rasta disperzije kod prekonoćnih kredita.

²⁵⁷ Program je bio na snazi od 10. maja 2010. god. do 6. septembra 2012. god, kada je ugašen zbog uvođenja nove vanredne mere ECB-a - direktne monetarne intervencije (*outright monetary transactions*). Putem SMP-a ECB je akumulirala značajan iznos državnih obveznica zemalja zahvaćenih fiskalnom krizom. Tako je sa stanjem na dan 31.12.2012. ona u svom portfoliju držala obveznice Irske, Grčke, Španije, Italije i Portugala ukupne nominalne vrednosti od 14,2, 33,9, 44,3, 102,8 i 22,8 milijardi eura, respektivno. U zbiru, radi se o iznosu od 218 milijardi evra. SMP-om je predviđeno da se sve obveznice drže do isteka roka njihovog dospeća. Najduži prosečan preostali rok dospeća se beleži kod irskih obveznica i iznosi 4,6 godina, a najkraći od 3,6 godina kod grčkih obveznica. U skladu sa potrebama i neophodnostima, najveći deo kupovina se obavio u 2010. god, u periodu mart-avgust 2011. god. nije bilo novih kupovina, da bi u septembru i oktobru iste godine došlo do značajnih kupovina, a od februara 2012. god. nove kupovine po ovom programu se nisu sprovodile.

Pored izložene opservacije, postoji još jedan momenat koji je distinktivan za tržište nekolateralizovanih kredita u 2010. god, a koji mu nije bio svojstven u ranijim fazama krize. Disperzije kamatnih stopa na nekolateralizovane kredite sa rokom dospeća od jednog i dvanaest meseci nisu burno reagovala na krizu javnog duga, što se ne bi moglo reći za njihovu reakciju u početnim fazama kriznog perioda kada je u novembru 2008. god. zabeležena obostrana rekordna dvocifrena vrednost. Njihov rast je u 2010. god. bio veoma umeren, tako da su tek u decembru zabeleženi najveći godišnji nivoi posmatranih disperzija od 3,26 i 2,7 baznih poena za kredite sa dospećem od jednog i dvanaest meseci, respektivno. Oni su daleko manji od njihovih rekordnih vrednosti od 10,38 i 10,72 bazna poena. Upadljiva je razlika u razvoju razmatrane tri mere disperzije na tržištu nekolateralizovanih kredita, gde se sa jedne strane izdvaja disperzija na prekonoćne kredite, a sa druge strane disperzije na kredite sa dužim rokom dospeća. Mogući razlog za ovu razliku može da bude prevaga rizika likvidnosti nad kreditnim rizikom. Ako banke veću pažnju posvećuju svojoj likvidnosti biće rezervisanije po pitanju kratkoročnog nego dugoročnog kreditiranja koje je u manjem stepenu zavisno od percepcije rizika likvidnosti. Zato će doći do većeg povlačenja prometa na tržištu prekonoćnih kredita nego na tržištu kredita sa dužim rokom dospeća sa prekograničnog na domicilno tržište. Ovo će se ispoljiti u značajnijem rastu disperzije kamatnih stopa na prekonoćne kredite, a burnije reagovanje tržišta međubankarskih kredita sa rokom dospeća dužim od jednog meseca bi se moglo očekivati u slučaju veće izraženosti konsideracija vezanih za kreditni rizik u odnosu na rizik likvidnosti.

Drugo moguće objašnjenje za ovaj fenomen je činjenica da su kamatne stope koje banke iz panela prosleđuju ECB-u, prema dogovoru sa Evropskim udruženjem banaka (*European Banking Federation*), za potrebe obračuna prosečnih nacionalnih kamatnih stopa na prekonoćne nekolateralizovane kredite transakcione stope za sve dotične kredite koji su u toku radnog dana odobreni drugim bankama. Kamatne stope koje iste te banke dostavljaju za potrebe obračuna nekolateralizovanih kredita sa dospećem od jednog i dvanaest meseci su kotacione stope koje se obznanjaju u određenom vremenskom trenutku u toku dana²⁵⁸. Stoga one poseduju dve ključne mane: ne pokrivaju puni radni dan i nisu u vezi sa realizovanim transakcijama. Takođe, važna

²⁵⁸ U 11h.

konsideracija koja ukazuje na razliku između EONIA i EURIBOR stopa je imanentni kreditni rizik. Po definiciji, EURIBOR referentna stopa odražava aktivnu kamatnu stopu koju jedna prvoklasna banka zahteva i očekuje od druge prvoklasne banke da je prihvati, zbog čega ima karakter subjektivne ekspertske procene, kako bi joj odobrila kredit. Time se krug banaka koje su kvalifikovane za uživanje ovih stopa bitno sužava, jer su isključene banke koje se ne vode kao prvoklasne. EURIBOR stope zato poseduju osobinu ekskluzivnosti, a EONIA stope ne prave diferencijaciju prema kreditnom riziku banke debitora u transakciji, zbog čega su one približnije idealu prosečnih kamatnih stopa na tržištu. Poslednji razlog za upadljivo nesaobrazno kretanje razmatranih disperzija može biti imanentna priroda ultrakratkoročnih kamatnih stopa. One ispoljavaju veći volatilitet posmatrano od jednog do drugog dana jer prve reaguju na promenu raspoložive likvidnosti u sistemu. Obzirom da je složeni skup faktora u različitim vremenskim fazama sa različitim intenzitetom, ali sa jakim ukupnim uticajem, delovao u poslednjem petogodišnjem periodu na likvidnost bankarskog sistema tako je fluktuacija ultrakratkoročnih kamatnih stopa bila posebno izražena. Do trenutka kada druge kratkoročne kamatne stope reaguju, kao i dugoročne kamatne stope, dejstvo inicijalnih razloga za reagovanje ultrakratkoročnih kamatnih stopa biće prigušeno što će se preneti na depresijaciju njihove disperzije.

Kao godina kulminacije krize suverenog duga može se označiti 2011. godina. Na tržištu novca mogu se izdvojiti dve faze. Prva faza je trajala do sredine godine. Tako je sami početak godine obeležilo stišavanje kratkotrajnog pogoršanja mera disperzije do kog je došlo krajem prethodne godine. Napetosti su popustile, pa se standardna devijacija kamatnih stopa na prekonoćne kredite spustila u maju na 6,32 bazna poena, a na kredite sa dospećem od jednog meseca na 2,16. Za razliku od njih, tek u februaru je zabeležen najviši nivo disperzije kamatnih stopa na dvanaestomesečne kredite od 4,42 bazna poena, da bi nakon toga došlo do njenog postepenog pada, tako da je iznosila 3,16 baznih poena u maju. Višak likvidnosti u bankarskom sistemu je počeo da opada²⁵⁹, a aktivnost na tržištu novca da se oporavlja. Veoma ozbiljno pogoršanje uslova na tržištu

²⁵⁹ Zapravo od 1. jula 2010. god. kada je došao kraj prvim jednogodišnjim dugoročnim operacijama refinansiranja višak likvidnosti u bankarskom sistemu je počeo lagano da opada. Višak likvidnosti se definiše kao zbir neto stanja stalnih olakšica (depozitne olakšice minus marginalne kreditne olakšice) i viška rezervi (saldo na tekućim računima banaka minus propisani iznos obavezne rezerve).

novca nastupa u drugoj polovini godine, koja se vezuje za drugu fazu. Po nekim raspoloživim pokazateljima, kriza suverenog duga je imala razornije dejstvo na finansijsku integraciju nego svetska finansijska kriza. Ovu fazu obeležava povratak visokom volatilitetu kamatnih stopa i jaka averzija prema riziku banaka.

Od 2007. god. raspon u kome je fluktuirala standardna devijacija prosečnih nacionalnih kamatnih stopa na prekonoćne kredite se značajno proširio, da bi se gornja granica raspona podigla još više u 2011. god. Nagli rast ovog pokazatelja započinje u julu kada je iznosio 8,89 baznih poena, da bi već u avgustu bio 14,4, a rekordni nivo od 24,53 bazna poena dostigao u mesecu oktobru što se jasno vidi na slici 28. Ovaj skok je bio posledica pada cene obveznica zemalja sa preopterećenim javnim finansijama i izvedene zabrinutosti o njegovom uticaju na bankarske bilanse i opstanak samih banaka. Zbog toga je nezanemarljiv broj banaka imao problema sa pristupom tržištu nekolateralizovanih kredita, na kojem je sa velikim teškoćama pronalazio suprotnu stranu u transakciji. Kao i u svim prethodnim sličnim slučajevima, ECB je bila primorana da odlučno interveniše. Tako su reaktivirane dugoročne operacije refinansiranja sa rokom dospeća od dvanaest meseci, prvi put uvedene 2009. god, u mesecu oktobru 2011. god, da bi u mesecu decembru bile najavljene nove operacije sa rokom dospeća od 36 meseci, što je bio novi presedan u ročnosti ovih operacija. Održane su dve aukcije ovih operacija refinansiranja, prva u decembru 2011. god²⁶⁰, a druga u februaru 2012. god. koje su podigle višak likvidnosti u sistemu na do tada nezabeležen nivo²⁶¹. Na slici 29. može se pratiti kretanje viška likvidnosti bankarskog sistema od sredine 2006. godine u milijardama evra.

²⁶⁰ Bankama koje su učestvovala u dvanaestomesečnim operacijama refinansiranja u oktobru 2011. god. je nakon prve aukcije trogodišnjih operacija refinansiranja ponuđena mogućnost da konvertuju prvu vrstu operacija u drugu, čime bi im *de facto* za dve godine bilo produženo trajanje inicijalnih operacija. Održavanje prve aukcije trogodišnjih operacija je zamenilo najavljenu realizaciju druge aukcije dvanaestomesečnih operacija u decembru.

²⁶¹ Na prvoj aukciji bankama je plasiran ukupan iznos od 489 milijardi evra, a na drugoj aukciji još veći iznos od 530 milijardi evra, što u zbiru prelazi jedan bilion evra. Zahvaljujući ovim vanrednim operacijama kao glavni kanal ECB-a za regulaciju likvidnosti bankarskog sistema su se izdvojile dugoročne operacije refinansiranja, što odstupa od dominantnog pretkriznog kanala regulacije - nedeljnih glavnih operacija refinansiranja (*main refinancing operations-MRO*).



Slika 29: Višak likvidnosti u bankarskom sistemu evrozone

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka ECB-a

U pretkriznom periodu višak likvidnosti je bio veoma skroman i kretao se ispod jedne milijarde evra, što ako bi se uzela u obzir veličina bankarskog sistema može biti ocenjeno kao sasvim zanemarljivo. On je odraz količine novca sa kojom raspolaže bankarski sistem preko količine koja mu je dovoljna da podmiri svoje likvidne potrebe koje determinišu autonomni faktori, kao što je povlačenje gotovine sa tekućih računa, i održavanje obaveznih rezervi na propisanom nivou²⁶². Sa nastupanjem krize višak

²⁶² Strategijom monetarne politike definiše se nivo kamatnih stopa koji odgovara postizanju cilja stabilnosti cena u srednjem roku, a operacioni okvir monetarne politike obezbeđuje da se njihov nivo delotvorno i dostigne. Monetarna politika snažno utiče na kratkoročne nominalne tržišne kamatne stope. Taj uticaj se sprovodi preko zbirke instrumenata i procedura koji čine operacioni okvir. Centralne banke vrše procenu potrebnog agregatnog nivoa likvidnosti bankarskog sistema, koju neretko - a takav je slučaj i sa ECB-om, javno saopštavaju. Po pravilu, nivo likvidnosti koji postoji u sistemu je nedovoljan da bi se pokrile likvidnosne potrebe, što znači da postoji likvidnosni deficit, što daje centralnim bankama priliku da dopune sistem sa nedostajućom likvidnošću. Ova okolnost daje veliku moć centralnim bankama zahvaljujući kojoj one mogu efikasno upravljati kamatnim stopama na tržištu novca. Kroz bilans stanja centralne banke mogu se sagledati ponuda i tražnja za likvidnošću. Izvori likvidnosti ECB-a su operacije refinansiranja, marginalne kreditne olakšice i neto strana aktiva (razlika potraživanja i obaveza izraženih u stranoj valuti) - svi na strani aktive. Ova kreirana likvidnost se raspoređuje na sledeće upotrebe: gotovinu u opticaju, depozite države kod centralne banke, depozitne olakšice, ukupne rezerve banaka (stanja na njihovim tekućim računima) i ostalu pasivu. Svi oni se nalaze na strani pasive. Kao što se može primetiti, neće sva kreirana likvidnost biti na raspolaganju bankama, već samo jedan deo - zbir depozitnih olakšica i ukupnih rezervi banaka. Sve ostale upotrebe likvidnosti mogu se podvesti, zajedno sa neto stranom aktivom - tj. njenom promenom, autonomnim faktorima jer utiču na likvidnost bankarskog sistema pri čemu nisu rezultat upotrebe instrumenata monetarne politike. Sa druge strane, likvidnost koja je programirano kreirana instrumentima monetarne politike se dobija kao zbir operacija refinansiranja i razlike marginalnih kreditnih olakšica i depozitnih olakšica. Ako autonomni faktori apsorbiraju previše ukupno raspoložive likvidnosti i bankarski sistem se nađe u deficitu, npr. ukupne rezerve svih banaka su manje od propisima utvrđenog iznosa obavezne rezerve, centralna banka će intervenisati diktirajući svoje uslove pod kojima će banke povući ovu likvidnost. Ti uslovi obuhvataju kamatnu stopu koju će banke

likvidnosti se naglo povećao. Ključni momenat je bila odluka ECB-a u oktobru 2008. god. da pređe na FRFA proceduru kod sprovođenja svojih operacija refinansiranja, što je omogućilo bankama da akumuliraju likvidnost pa je višak likvidnosti već u novembru prevazišao 200 milijardi evra. Oslanjanje na ovu proceduru je značilo da nivo likvidnosti u sistemu postaje determinisan tražnjom za likvidnošću, zbog čega je višak likvidnosti značajno porastao, a postao je i visoko varijabilan što se opaža na slici 29. Zahvaljujući njoj, rizik likvidnosti je skoro sasvim eliminisan na nivou sistema svih kreditnih institucija koje su kvalifikovane za učestvovanje u operacijama refinansiranja, a kojih je oko 2000. Pored toga, uvođenje FRFA je značajno poboljšalo uslove refinansiranja tržišnih izvora finansiranja za sve ove institucije, tj. uslove pod kojima se ugovaraju novi dugovi koji zamenjuju stare dospele dugove.

Višak likvidnosti ima svoju cenu koja se ogleda u kamatnoj stopi koju banke plaćaju za povlačenje te likvidnosti od ECB-a, zbog čega bi banke trebale da budu motivisane da ekonomično upravljaju svojom likvidnošću. Veličina viška upućuje na stepen napetosti i nepoverenja na međubankarskom tržištu i na obim nedovoljne interakcije među bankama koji se nadomešćuje intermedijacijom ECB-a.

Dublji uvid u raspolaganje i distribuciju viška likvidnosti između banaka može da se stekne analizom korišćenja depozitnih olakšica. Banke koje koriste ove olakšice mogu da se razvrstaju na one koje uopšte ne učestvuju u operacijama refinansiranja, one koje učestvuju samo u glavnim operacijama refinansiranja, one koje učestvuju samo u dugoročnim operacijama refinansiranja i one koje učestvuju u obe vrste operacija refinansiranja. Zainteresovanost za praćenje udela ovako utvrđenih grupa banaka u korišćenju depozitnih olakšica ima smisla od novembra 2008. god. kada prvi put eskalira višak likvidnosti u sistemu. Banke koje učestvuju samo u glavnim operacijama refinansiranja daju minoran doprinos korišćenju depozitnih olakšica na samom početku perioda dok se posle ni ne pojavljuju kao njihovi korisnici. Ovde se očigledno radi o tranziciji banaka iz ove grupe u grupu koja učestvuje u obe vrste operacija ili samo u dugoročnim operacijama, čime se na pravi način ispoljava preferencija banaka ka dugoročnim operacijama. Banke koje ne sarađuju sa ECB-om i ne koriste njegove

plaćati za ovu likvidnost i ukupan iznos likvidnosti koji će se ubrizgati u sistem. Na ovaj način centralna banka upravlja stanjem na tržištu novca.

operacije su bile ravnopravno zastupljene u korišćenju olakšica sa ove dve grupe sve do sredine 2009. god. Od tada, što se poklapa sa prvim nestandardnim jednogodišnjim operacijama refinansiranja, apsolutnu prevagu u korišćenju olakšica preuzimaju banke koje učestvuju samo u dugoročnim operacijama refinansiranja. Druge po važnosti u korišćenju olakšica su banke koje ne učestvuju u posmatranim operacijama, dok je zastupljenost banaka koje najšire sarađuju sa ECB-om po pitanju operacija marginalna. Poslednje prestrojavanje banaka po pitanju korišćenja olakšica je registrovano sredinom 2011. god. kada su u prvi plan iskočile banke koje ne učestvuju u posmatranim operacijama i koje su zadržale prednost i nakon prvih trogodišnjih operacija refinansiranja realizovanih krajem godine. Ovaj podatak je posebno značajan jer se može okarakterisati kao dokaz snažne segmentacije na tržištu novca. Banke koje nemaju problema sa svojom likvidnošću, jer ne pozajmljuju sredstva od ECB-a a raspolažu sa značajnim iznosima, nisu spremne da je stave na raspolaganje drugim bankama.

Ukupno uzev, obzirom na veoma važnu, u nekim periodima i dominantnu, zastupljenost banaka koje učestvuju u dugoročnim operacijama može se oceniti da je znatan broj banaka bio spreman da plati cenu osiguranja svoje prekomerne likvidnosti. Ova cena je određena razlikom kamatne stope koja se zaračunava na novac povučen kroz operacije refinansiranja i kamatne stope koju banke naplaćuju od ECB-a po osnovu depozitnih olakšica. Poseban izazov je ispravno doziranje korišćenja operacija finansiranja sa najdužim rokom, jer nije moguće vratiti povučena sredstva pre njihovog dospeća²⁶³, što može na kraju da se ispostavi skupom operacijom ukoliko budućnost ne opravda strepnju o ugroženoj likvidnosti.

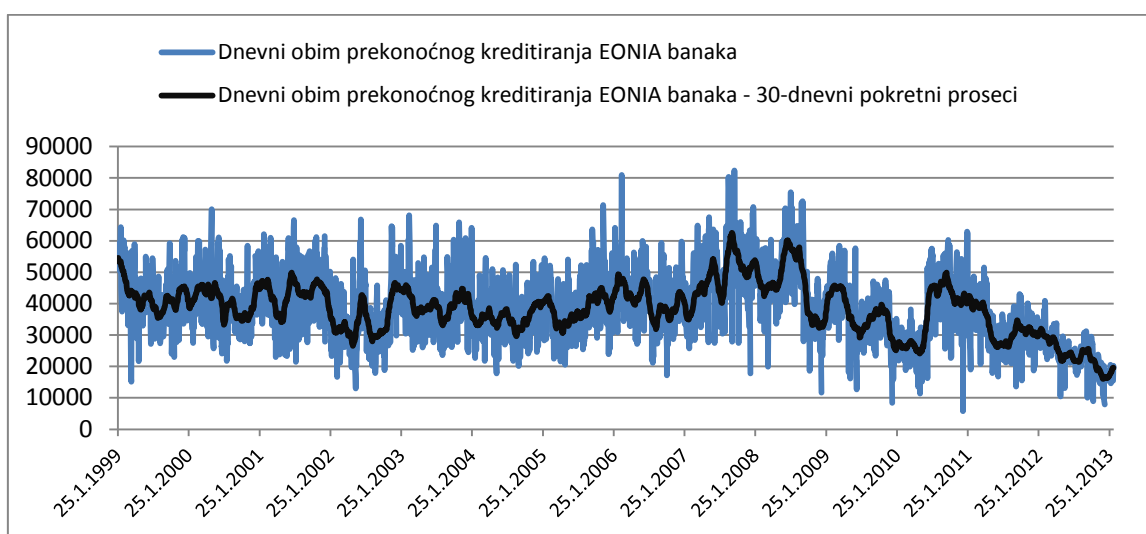
Za tržište novca, nova politika sprovođenja operacija refinansiranja je imala dva ključna pozitivna efekta. Prvo, njihovo sprovođenje je imalo značenje skoro bezuslovnog garantovanja likvidnosti banaka²⁶⁴. Drugo, one su ublažavale posledice segmentacije na

²⁶³ ECB je tek sa lansiranjem prvih trogodišnjih operacija refinansiranja predvidela mogućnost vraćanja sredstava pre roka dospeća, tako da je dozvoljeno da se povučeni iznos, u celosti ili delimično, vrati posle 30. januara 2013. god. To bi značilo da u nekom inicijalnom periodu od okvirno godinu dana po realizaciji dugoročnih operacija refinansiranja ne postoji mogućnost prevremenog vraćanja sredstava.

²⁶⁴ U načelu, može se reći da je rizik likvidnosti kod banaka skoro sasvim eliminisan. Da bi pristupile preko potrebnoj likvidnosti, banke su morale založiti podobno sredstvo obezbeđenja. Ono figurira kao jedino, ali ipak dovoljno uticajno, ograničenje za pristup likvidnosti. Ipak, njegov uticaj je dodatno

tržištu novca i prigušivale njen intenzitet koji bi se reflektovao kroz još više i rezistentnije nivoe standardnih devijacija prosečnih kamatnih stopa na tržištu novca među zemljama.

Za integraciju tržišta nekolateralizovanih kredita višak likvidnosti kreiran dugoročnim operacijama refinansiranja krajem 2011. god. je imao presudan uticaj na otklanjanje napetosti prisutnih u tom periodu. Nakon što su suzbijene ključne napetosti, standardna devijacija kamatnih stopa na prekonoćne kredite se jednako brzo, kao što je porasla, spustila na prihvatljiv nivo. U januaru 2012. god. je iznosila 6,96 baznih poena, a u februaru još nižih 5,61 baznih poena. U periodu do sredine godine došlo je do blage stabilizacije ove mere disperzije, da bi u drugoj polovini ona opet pokazala tendenciju rasta približavajući se dvocifrenim vrednostima tako da je kraj godine završen sa njenom vrednošću od 13,12 baznih poena.



Slika 30: Dnevni obim prekonoćnog kreditiranja banaka iz EONIA panela

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka ECB-a

Na slici 30. je dat prikaz kretanja dnevnog obima prekonoćnog kreditiranja banaka iz EONIA panela za period od januara 1999. god. do januara 2013. god. Paralelno su prikazane originalna i izravnata vremenska serija dnevnog obima specifikovane kreditne aktivnosti u milionima evra. Jasno se mogu opaziti nepovoljna kretanja koja počinju

relativizovan odlukom ECB-a da proširi listu podobnih finansijskih aktiva koje se mogu koristiti u te svrhe.

krajem 2008. god. i koja ukazuju na pad kreditne aktivnosti. Jedino kratkotrajno poboljšanje aktivnosti registrovano je sredinom 2010. god. kada se njen nivo zakratko vratio u pretkrizne granice aktivnosti, a što se podudara sa opadanjem likvidnosti bankarskog sistema koje se primećuje sa slike 29. Međutim, već u 2011. god. dolazi do novih nepovoljnih kretanja, koja su na izvestan način posledica mera ECB-a, a koja od tada ne pokazuju tendenciju popuštanja. Tako početak 2013. god. karakteriše rekordno niska aktivnost banaka iz panela. Ovaj prikaz dopunjuje analizu kretanja standardne devijacije kamatnih stopa na prekonoćne kredite i ukazuje na druge pojavne oblike pogoršanja funkcionalnosti i gubitka svrsishodnosti ovog dela tržišta, a delimično potkrepljuje i njen zaključak o jačanju segmentacije²⁶⁵.

U kretanju standardne devijacije kamatnih stopa na nekolateralizovane kredite sa rokom dospeća od jednog i dvanaest meseci u 2011. i 2012. god. ponavlja se obrazac formiran u 2010. god. Promene vrednosti standardnih devijacija su blage, sa malom docnjom prate promenu mere disperzije kamatnih stopa na prekonoćne kredite, zbog čega se njihov smer kretanja, gledano mesec za mesecom, ne poklapa uvek sa dotičnom merom disperzije. U osnovi, isti razlozi koji su već navedeni za ovaj fenomen i dalje ostaju na snazi. Standardna devijacija na kredite sa rokom dospeća od jednog meseca se u navedenim godinama, sa samo jednim izuzetkom, kreće u rasponu 2-4 bazna poena, a gornja granica raspona je probijena samo u januaru 2012. god - 4,14 baznih poena. Disperzija kamatnih stopa na kredite sa rokom dospeća od dvanaest meseci je kontinuelno bila veća nego kod jednomesečnih kredita u posmatranom periodu, pri čemu taj premašaj nije upečatljiv. Raspon vrednosti navedene disperzije se zato u dvogodišnjem periodu nalazi na nešto višem nivou 3-4,5 bazna poena u odnosu na jednomesečne kredite, i nešto je uži.

²⁶⁵ Koliko je EONIA panel banaka reprezentativan za izvođenje zaključaka o kretanju ukupnog obima aktivnosti na tržištu prekonoćnih nekolateralizovanih kredita može se oceniti poređenjem sa podacima iz godišnjeg izveštaja o stanju tržišta novca koji priređuje ECB. Prema izveštaju iz 2012. god. aktivnost banaka iz EONIA panela je činila nešto više od polovine ukupne aktivnosti koju su prijavile banke koje je ECB anketirao, a koje predstavljaju veći i reprezentativniji uzorak.

3.4.1.2. Disperzija kamatnih stopa na tržištu kolateralizovanih kredita

Za razliku od tržišta nekolateralizovanih kredita kod kojeg je moguće pratiti konvergenciju prosečnih nacionalnih kamatnih stopa od početka 1999. god, za tržište kolateralizovanih kredita neophodni uslovi su ispunjeni tek u martu 2002. god. kada je Evropsko udruženje banaka zajedno sa Evropskim savetom za repo transakcije (*European Repo Council*), koji radi pod pokroviteljstvom Međunarodnog udruženja za tržišta hartija od vrednosti (*International Securities Markets Association - ISMA*), lansiralo referentnu kamatnu stopu - EUREPO indeks. Ona predstavlja benčmark kamatnu stopu u evrozoni po kojoj jedna prvoklasna banka jeste spremna da drugoj pozajmi novac u zamenu za opšti kolateral (*general collateral*) koji se sastoji od državnih hartija od vrednosti zemalja evrozone. Kao i u slučaju EURIBOR stopa radi se o indikativnim kamatnim stopama. Po samom nazivu indeksa može se zaključiti da se kolateralizovane transakcije na tržištu novca obavljaju po pravilu u formi repo transakcija.

Repo transakcija je ugovor kojim se zajmoprimac (*cash borrower/repo seller*) obavezuje da proda određenu aktivu zajmodavcu (*cash lender/repo buyer*) po određenoj ceni, a potom i da je otkupi od njega po višoj ceni koja uključuje kamatu kao naknadu za korišćenje kredita u toku trajanja ugovora. Od drugih kolateralizovanih kredita repo se izdvaja po tome što sredstvo obezbeđenja, u osnovi odgovarajuća hartija od vrednosti, prelazi u svojinu zajmodavca koji njom slobodno može raspolagati, što podrazumeva i njeno potencijalno korišćenje kao sredstva obezbeđenja u drugim kreditnim transakcijama. U evropskoj praksi razlikuju se prema specifičnostima upotrebe kolaterala dve vrste repo transakcija²⁶⁶:

1. repo sa opštim kolateralom (*general collateral repo*)
2. repo sa specijalnim kolateralom (*special collateral repo*)²⁶⁷

²⁶⁶ ECB, *Euro Money Market Study*, 2001.

²⁶⁷ Prosečna nominalna vrednost repoa sa opštim kolateralom iznosi 100 miliona evra, a registruju se transakcije čija vrednost dostiže 1 ili 2 milijarde evra. Uobičajena vrednost repoa sa specijalnim kolateralom se kreće između 20 i 50 miliona evra, a najveće vrednosti se kreću oko 100 miliona evra.

Primarna svrha sprovođenja prve vrste repoa je uzimanje kredita, pri čemu je kolateral koji se koristi od sekundarnog značaja (*cash-driven repo*). On se sastoji od korpe podobnih finansijskih aktiva koja može varirati od jedne do druge transakcije, a kada je tržište kolateralizovanih kredita u evrozoni bilo u povoju ona se u svim zemljama sastojala samo od domaćih hartija od vrednosti. Sa rastom njegove integracije situacija se menjala tako da su postupno uključivane i inostrane hartije od vrednosti u korpe koje su bile karakteristične za nacionalna tržišta novca. Druga vrsta repoa se koristi ne sa ciljem uzimanja kredita već dolaženja u posed specifičnih hartija od vrednosti (*security-driven repo*) zbog čega ih iniciraju zajmodavci. Motivacija za zaključenje ovih repoa se nalazi u očekivanju da će cena tih hartija od vrednosti pasti čime se zajmodavcima omogućava izvor zarade po dva osnova - kroz naplaćenu kamatnu stopu i ostvareni kapitalni dobitak. Ova transakcija pripada strategiji prodaje na kratko (*short selling*) u kojoj investitori prodaju pozajmljene hartije od vrednosti čim dođu u njihov posed, očekujući da će ih kasnije kupiti po nižoj ceni i onda vratiti drugoj ugovornoj strani, što im na kraju obezbeđuje adekvatnu zaradu.

Ročnost repoa može da varira od jednog dana do preko jedne godine. Repo sa rokom dospeća od jednog dana može biti realizovan na tri načina²⁶⁸. Kao klasičan prekonoćni repo (*overnight repo*) koji se dogovara i realizuje istog dana i dospeva narednog, kao sutra/sledeći dan repo (*tomorrow/next*) koji se dogovara jednog dana, realizuje narednog i dospeva prekosutra; i kao spot/sledeći dan repo (*spot/next day*) koji se dogovara jednog dana, realizuje dva dana od zaključivanja ugovora i dospeva tri dana nakon zaključivanja. Repo nije uvek rigidan ugovor i može da dopušta određenu slobodu transaktorima u smislu odustajanja od potpisanog. Ovakav repo se naziva otvoreni repo (*open repo*) i privlačan je transaktorima koji zaključuju repoe ročnog tipa sutra/sledeći dan i spot/sledeći dan, a ovi repoi predstavljaju oko 5% svih zaključenih repoa²⁶⁹.

Na prvi pogled se čini da je riziku u repo transakciji izložen samo zajmodavac. U osnovi, trebalo bi da je vrednost hartija od vrednosti bliska nominalnom dugu zajmoprimca. Da bi se zaštitio zajmodavac vrednost kolaterala mora da prevazilazi iznos nominalnog duga. U te svrhe se primenjuje tehnika korigovanja vrednosti

²⁶⁸ ECB, *Monthly Bulletin*, February 2010.

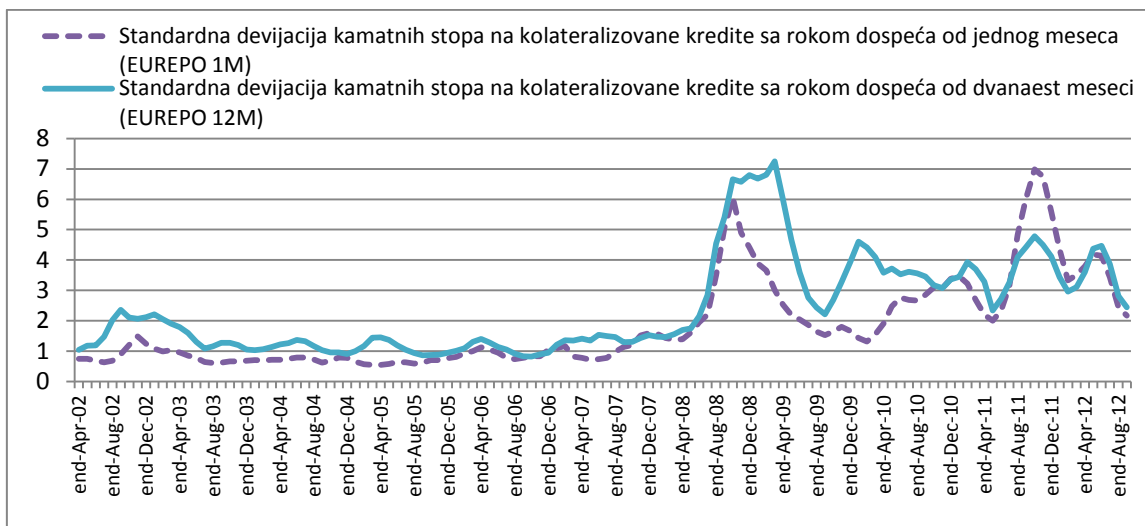
²⁶⁹ ICMA, *European Repo Market Survey*, June 2010.

kolateralu radi utvrđivanja maksimalnog iznosa nominalnog duga, poznatija kao odsecanje (*haircut*). Odsecanje od npr. 2% znači da se tržišna vrednost kolateralu umanjuje za 2%, pa da preostalih 98% njegove vrednosti definiše dopustivi iznos nominalnog duga. Ovo je prilično niska vrednost odsecanja i primenjuje se samo ako se radi o visokokvalitetnom kolateralu²⁷⁰, poput državnih hartija od vrednosti zemalja evrozone²⁷¹. Za razliku od njih, odsecanje može uzimati vrednost od čak 50% i više ako se kao kolateral koriste državne hartije od vrednosti zemalja u razvoju. Zajmoprimac je jednako izložen riziku jer zajmodavac može biti sprečen da vrati priloženi kolateral, odnosno ispuni obavezu naknadne prodaje kolateralu zajmoprimcu, a što njegova vrednost više prevazilazi iznos nominalnog duga zajmoprimac će ostvariti veći gubitak. U tom smislu, zajmoprimac je u repo transakciji u inferiornoj poziciji jer za njega mehanizam zaštite ne postoji²⁷².

²⁷⁰ Tokom svetske finansijske krize za određene strukturirane hartije od vrednosti (*structured securities*) na globalnom finansijskom tržištu zahtevani odsecci su bili skoro 100%, što zapravo znači da te hartije uopšte nisu bile podobne za repo transakcije. Obzirom da su veliki deo ovih hartija držali hedž fondovi ovakav razvoj tržišnih kretanja ih je veoma pogodio jer im je pristup tržištu bio otežan. Generalno, odsecci za većinu hartija od vrednosti, koje su se do tada regularno koristile u repoima, su vidno porasli u tom periodu.

²⁷¹ Podaci ECB-a pokazuju da se državne obveznice koriste kao kolateral u evropskim repo transakcijama u ogromnoj većini slučajeva, oko 80-90% svih zaključenih transakcija. Ako se zna da državne obveznice zemalja evrozone čine oko 40% vrednosti celokupnog tržišta obveznica u evrozoni, onda je još evidentnija njihova dominacija u ulozi kolateralu na repo tržištu. Pri tome se podaci odnose na komercijalno repo tržište na kome se transakcije zaključuju među regularnim privatnim tržišnim učesnicima. Repo transakcije zaključuje i ECB u svrhe sprovođenja svojih operacija refinansiranja, a u njima su državne obveznice kao kolateral zastupljene u samo 10% transakcija. Očigledno je da su banke svoj najbolji kolateral sačuvali za probirljivije komercijalno repo tržište.

²⁷² Ovo je jedan od razloga zbog kojih su postali široko zastupljeni repoi koji se sprovode preko centralne ugovorne strane (*central counterparties* - CCPs). Centralna ugovorna strana je medijator između zajmoprimca i zajmodavca. Ipak, ona je mnogo više od običnog posrednika. Ona formalno postaje zajmoprimac zajmodavcu i zajmodavac zajmoprimcu, tako da ne postoji nikakva formalna veza između finalnog zajmoprimca i finalnog zajmodavca. Time se sav rizik kojem su izložene obe strane koncentriše u njoj. CCPs je elektronska platforma za zaključivanje repoa, koja pruža uslugu upravljanja rizikom i poravnanja hartija od vrednosti svim učesnicima na repo tržištu. Udeo repoa koji se ugovaraju preko CCPs-a će porasti kada: a.) verovatnoća neizvršenja ugovornih obaveza finalnog zajmodavca ili zajmoprimca raste i b.) imovina koja se koristi kao kolateral nije visoko likvidna, a postoji težnja ka dodatnom opadanju njene likvidnosti. U julu 2012. god. preko CCPs su zaključeni repoi ukupne vrednosti 296 milijardi evra, što je pravi indikator važnosti koju su stekli tokom vremena.



Slika 31: Disperzija kamatnih stopa na kolateralizovane međubankarske kredite

Izvor: European Central Bank

Kamatne stope na osnovu kojih se definiše EUREPO ispunjavaju dva bitna uslova da bi se mogle koristiti u svrhe ocene integracije tržišta kolateralizovanih kredita: a.) pul finansijskih aktiva koje se koriste u repo transakciji je standardizovan, a obuhvaćene aktive srodne po svojim karakteristikama i b.) profil rizika banaka koje su članice panela je blizak. Time je ispunjen uslov homogenosti kamatnih stopa koji obezbeđuje značajnost njihovog direktnog poređenja.

Na slici 31. prikazana su dva indikatora integracije tržišta kolateralizovanih kredita zasnovana na cenama - standardna devijacija prosečnih nacionalnih kamatnih stopa na repo transakcije sa rokom od jednog i od dvanaest meseci. Prve zabeležene vrednosti ovih devijacija pokazuju da je tržište kolateralizovanih kredita dostiglo visok stadijum integracije verovatno mnogo pre ovog njihovog prvog obračuna. Tako je u aprilu 2002. god. ova devijacija kod repo transakcija sa rokom od mesec dana iznosila 0,76 baznih poena (sparam 0,5 koliko je bila za nekolateralizovane kredite iste ročnosti), a 1,08 kod repo transakcija sa rokom od dvanaest meseci (sparam 0,87 za nekolateralizovane kredite iste ročnosti). Vrednosti obe devijacije su bile stabilne u periodu pre krize, sa blagim skokom krajem 2002. god. Njihova reakcija na nastupanje krize i sve događaje koji su usledili je bila prirodna, pa je u oktobru 2008. god. obračunata najviša vrednost disperzije nacionalnih kamatnih stopa na jednomesečne repoe od 6,04 bazna poena. Najviša vrednost standardne devijacije dvanaestomesečnih repoa je ubeležena u martu

2009. god. i iznosila je 7,25 baznih poena. U poređenju sa vrednostima svojih pandana sa tržišta nekolateralizovanih kredita, njihove vrednosti su bile skoro upola manje u posmatranom periodu. Ovo se može obrazložiti samom prirodom repo transakcija i sigurnošću koju kolateral uliva zajmodavcima iz čega proizlazi veća otpornost ovog dela tržišta na povišeni kreditni rizik zajmoprimca. Pored toga, one su se brže i vratile blizu svojim pretkriznim nivoima što se naročito primećuje kod jednomesečnih repoa.

U hronologiji kretanja obe mere disperzije uočava se uticaj operacija refinansiranja ECB-a. U 2009. god. to je slikovito izraženo kod dvanaestomesečnih repoa kod kojih je došlo do pada mere disperzije sa najavom i potonjim sprovođenjem jednogodišnjih operacija refinansiranja. Još jedna osobenost koja se može zapaziti kod ove dve mere disperzije su njihove povremene desinhronizovanosti. Jedna se opaža krajem 2009. god. kada mera disperzije za dvanaestomesečne repoe naglo raste, dok mera disperzije za jednomesečne repoe opada, da bi se nedugo zatim njihovi smerovi kretanja obrnuli. Druga se opaža sredinom 2011. god. kada neočekivano nagli rast ispoljava potonja mera disperzije, koja po svojoj veličini privremeno prevazilazi prvu meru disperzije²⁷³, a od koje je u kontinuitetu do tada bila niža, da bi se nakon toga gotovo izjednačile u vrednosti. Ove desinhronizovanosti nisu bile opažene u kretanju njima bliskih mera disperzije sa tržišta nekolateralizovanih kredita, jer su ona u celom posmatranom periodu bila konzistentna. Delimično objašnjenje za desinhronizovanosti može da se veže za tehničke specifičnosti obračuna repo stopi, jer bi to trebalo da su stope koje su važeće u transakcijama u kojima se kao kolateral vode najlikvidnije i najkvalitetnije dostupne finansijske aktive na tržištu - državne hartije od vrednosti zemalja evrozone. Kako se neke od tih hartija ne bi mogle podvesti među najkvalitetnije, tako bi repo stope za takve hartije morale biti više. Misli se prevashodno na zemlje koje su zahvaćene fiskalnom krizom. Repo stope kod transakcija u kojima se koriste grčke ili španske obveznice kao kolateral su više nego kod onih u kojima figuriraju nemačke ili francuske obveznice²⁷⁴. Ovo je u prvom redu izvor rasta disperzije kamatnih stopa, ali može da

²⁷³ U tom vremenskom razmaku je postignut njen rekordni nivo od 7 baznih poena u oktobru 2011. god.

²⁷⁴ Prema podacima servisa Bloomberg u julu 2011. god. su se kamatne stope kod tromesečnih repoa u kojima su se kao kolateral koristile nemačke obveznice kretale oko 0,6%, a u slučaju upotrebe španskih obveznica kamatna stopa je bila duplo veća, da bi se do kraja iste godine jaz između njih proširio. U novembru 2011. god. je zabeležen najveći raskorak među navedenim kamatnim stopama, jer je u slučaju upotrebe nemačkog kolaterala kamatna stopa iznosila 0,2%, a španskog kolaterala 1,6%.

bude i razlog distorzija u kretanju analiziranih mera disperzije. Npr. ako u repo transakcijama sa kraćim rokom u određenim zemljama preovlađuju obveznice spornih zemalja to bi moglo biti izvor povišene disperzije prosečnih nacionalnih kamatnih stopa za tu ročnost²⁷⁵.

Ovde se registruje još jedan fenomen prilikom određivanja kamatnih stopa na repoe poznatiji kao rizik korelacije²⁷⁶ (*correlation risk*). Ukoliko banka sa sedištem u jednoj zemlji kao kolateral prilaže obveznice koje je emitovala njena matična zemlja, repo stopa će biti viša nego da je ista banka priložila npr. nemačke obveznice. Repo stopa u sebi inkorporira premiju za rizik korelacije koji izvire iz povezanosti finansijskog položaja i rejtinga zemlje i stabilnosti i zdravlja njenog bankarskog sistema. Raspoloživi podaci ukazuju da banke u svojim investicionim porfolijima preferiraju da drže sigurne državne hartije od vrednosti, pri čemu među njima prednjače hartije od vrednosti države iz koje one same potiču. Ako bi, po logici stvari, otkaz servisiranja državnih hartija najviše pogodio one banke koje drže najveće kvantume tih hartija, u apsolutnom i relativnom izrazu, onda bi se fiskalna nemoć države prenela kao infekcija na slabljenje njenog bankarskog sektora. Drugi kanal međupovezanosti zdravlja javnih finansija i bankarskog sektora ide preko opadanja kapaciteta države da interveniše u slučaju izbijanja bankarske krize, čiji značaj je posebno došao do izražaja na početku finansijske krize kada su evropske zemlje formulisale i primenile bogat set mera pomoći bankama²⁷⁷. Rizik korelacije može takođe da se manifestuje na način da su repo stope za nemačke banke koje prilažu npr. španske obveznice značajno manje nego za španske banke koje prilažu španske obveznice. Ove kombinacije geografskog porekla zajmoprimca i kolaterala su postale presudne determinante kreditnog rizika repoa za zajmodavca, a iz toga proistekla cenovna diferencijacija se prirodno prenosi i na disperziju i volatilitet repo kamatnih stopa. Nove granice segmentacije, koje odvajaju kvalitativno različite strukture jedne celine - u konkretnom slučaju tržišta

²⁷⁵ Ovo je verovatnije da se dogodi kod repoa sa kraćom ročnošću, jer ako se obznane pogoršane fiskalne projekcije za neke zemlje, njihove hartije će biti prihvatljive kao kolateral samo u takvim repoima. Njihova upotreba u repoima duže ročnosti bi za zajmodavce bila relativno neprihvatljiva, jer se osetno povećavaju šanse da dođe do otkaza u redovnom servisiranju tih hartija što bi dovelo nivo kreditnog rizika cele transakcije na neprihvatljiv nivo.

²⁷⁶ ECB, *Financial integration in Europe*, 2012.

²⁷⁷ Detaljnije informacije o merama se mogu naći u Petrović i Tutsch (2009).

kolateralizovanih kredita, se povlače prema kriterijumu rejtinga i likvidnosti utrživih hartija od vrednosti koje se koriste kao kolateral²⁷⁸.

Kraj vremenskog perioda pokrivenog na slici 31. karakteriše opadanje standardne devijacije kamatnih stopa kod oba tipa repo transakcija. Kod jednomesečnih repoa mera disperzije je u oktobru 2012. god. pala ispod 2 bazna poena ostajući ispod tog nivoa i početkom 2013. god, a kod dvanaestomesečnih se drži ispod 2,5 baznih poena od septembra 2012. god. Kao što je u poslednjoj fusnoti prokomentarisano, na osnovu poređenja poslednjih vrednosti GCPIX ON-a i GCPI ON-a, spred između repo stopa u kojima kolateral vodi poreklo iz zemalja koje su obuhvaćene krizom i onih u kojima vodi poreklo iz zemalja koje nisu obuhvaćene krizom se suzio u 2012. god. Ovo se može smatrati posledicom potrage investitora za pozitivnim prinosima, koja proističe iz nabujale likvidnosti na tržištu i nemogućnosti uživanja kamatnih prihoda iz poslovanja sa ECB-om²⁷⁹. Drugi faktor koji je podstakao pad repo stopa na transakcije u kojima se prilaže kolateral iz zemalja zahvaćenih krizom je najava uvođenja direktnih monetarnih intervencija od strane ECB-a, koja je odagnala nepovoljne slutnje u pogledu likvidnosti i utrživosti ovih kolaterala umanjujući tako rizik same transakcije.

²⁷⁸ Kao primer mogu se dati podaci sa dve elektronske platforme za trgovanje repoima - nemačko-švajcarski Eurex Repo i italijanski MTS. GC Pooling EUR Overnight Index (GCPI ON) je mera kamatne stope na prekonoćne repoe koji su denominirani u evrima, a obračunava ga Eurex Repo. On je nominalnim iznosom repoa realizovanih unutar platforme ponderisan prosek kamatnih stopa, pri čemu kao kolateral figurira neki od 7 500 kvalifikovanih finansijskih instrumenata koje prihvata ECB u svojim operacijama - GC Pooling ECB Basket (instrumenti moraju da budu emitovani u sledećim zemljama: Austrija, Belgija, Nemačka, Holandija, Francuska i Slovenija ili da se radi o međunarodnim evroobveznicama i da imaju minimalan rejting A-/A3). GCPI ON se konzistentno držao na nivoima koji su bili ispod nivoa EONIA-e. Sa druge strane, slična kamatna stopa na prekonoćne repoe koju prenosi MTS platforma se u većem delu vremena od 2010. god. naovamo nalazi iznad EONIA stope, nego što se nalazi ispod nje. Ako pođemo od toga da su korisnici MTS-a u većem stepenu italijanske banke koje koriste kolateral domaćeg porekla, onda bi ovaj jaz dve referentne stope mogao biti potvrda novog tipa segmentacije. Dodatnu potporu iznetoj tvrdnji o ishodištu direfencijacije cena na repo tržištu obezbeđuje poređenje GCPI ON-a i GCPIX ON-a, efektivne kamatne stope koju obračunava Eurex Repo za transakcije u kojima je prihvatljiv kolateral definisan GC Pooling ECB EXTended Basket - korpom. U nju, između ostalog, ulaze hartije od vrednosti španskog i italijanskog porekla. U proseku tokom 2011. god. GCPI ON je bio oko 10 baznih poena niži od GCPIX ON-a, sa najvišom vrednošću njihovog spreda izmerenom u oktobru od skoro 70 baznih poena. Zahvaljujući merama ECB-a spred između ovih stopa se spustio na svega 2 bazna poena u 2012. god. Ovo je najpre posledica činjenice da na GC Pooling tržištu uslove više ne diktiraju zajmodavci - što je ranije bio slučaj zbog viška tražnje na tržištu, već zajmoprimeci - zbog viška ponude na tržištu. Promena uslova na tržištu vodi skupljanju dotičnog spreda, a to se poklapa sa opservacijom o smanjenju standardnih devijacija u toku 2012. god. na slici 9. Obe ove stope se delimično mogu smatrati informativnijim od EUREPO stopa sa slike 9. jer se radi o transakcionim, a ne indikativnim stopama. Sa druge strane, one se odnose samo na onaj deo prometa na tržištu koji se odvija preko Eurex Repo platforme, zbog čega se uvek može dovesti u pitanje njihova uloga reprezenta opštih kretanja i stanja na tržištu.

²⁷⁹ Nulta kamatna stopa na depozitne olakšice od 5. jula 2012. god.

Rast standardne devijacije prosečnih nacionalnih kamatnih stopa ima svoj pandan u rastu standardne devijacije intra-nacionalnih kamatnih stopa²⁸⁰. Po podacima ECB-a²⁸¹, talas fragmentacije koji markira nacionalne granice tržišta nije izolovan, jer je dezintegracija sličnog karaktera opažena i kod pojedinačnih nacionalnih tržišta novca. Ova činjenica može da relativizuje utisak o jačini dezintegracije tržišta novca u evrozoni izveden na osnovu izražajnog skoka standardne devijacije kod kolateralizovanih i nekolateralizovanih kredita različitih ročnosti. Navedena korektivna statistika ukazuje da kretanje svih, u prethodnom delu tačke razmatranih, standardnih devijacija nije bilo u prekomerno izraženom nesaglasju sa nacionalnim trendovima zemalja. ECB je sprovedla analizu u kojoj je prvo utvrdila ukupnu standardnu devijaciju svih od strane banaka raportiranih kamatnih stopa - tretirajući ih zajedno kao jedan uzorak, preskačući pritom fazu utvrđivanja prosečne nacionalne kamatne stope. Ako panel broji npr. 52 banke onda se utvrđuje standardna devijacija za uzorak od 52 kamatne stope. U drugom koraku banke se razvrstavaju po zemljama i za svaku zemlju se sprovodi identičan postupak utvrđivanja standardne devijacije kamatnih stopa koje prijavljuju njene banke - to su intra-nacionalne kamatne stope. Kada se za sve zemlje utvrde ove devijacije izvodi se njihova prosečna vrednost koja se direktno komparira sa ukupnom standardnom devijacijom. Ishod ove vežbe pokazuje da je svaki skok ukupne standardne devijacije bio praćen sa rastom proseka standardnih devijacija intra-nacionalnih kamatnih stopa u periodu od januara 2007. god. naovamo, pri čemu je rast navedenog proseka ipak bio nešto slabije snage. Drugim rečima, samo onaj višak ukupne standardne devijacije iznad proseka nacionalnih standardnih devijacija bi bilo opravdano tumačiti kao izraz pojačane segmentacije tržišta novca duž nacionalnih granica. On je bio izuzetno visok krajem 2008. god. i početkom 2009. god, da bi nakon toga znatno opao implicirajući ujednačenije nivoe dve standardne devijacije. Komplementarno tom tumačenju, deo ukupne standardne devijacije koji je jednak proseku nacionalnih standardnih devijacija je izraz opštih tržišnih poremećaja koji se ispoljavaju kroz povišen varijabilitet kreditnog rizika banaka koje su aktivni učesnici na tržištu i ne može se pripisati rastu segmentacije duž nacionalnih granica. Prema tome,

²⁸⁰ Ovu standardnu devijaciju nije moguće izračunati za sve zemlje, jer u obzir dolaze samo one koje su sa najmanje dve banke zastupljene u referentnom panelu. Tokom vremena sa smanjenjem broja banaka u EURIBOR i EUREPO panelu smanjuje se i broj zemalja za koje je moguće utvrditi ove devijacije, tako da se u 2012. god. među te zemlje ubrajaju: Nemačka, Francuska, Italija, Belgija, Holandija i Španija.

²⁸¹ ECB, *Financial integration in Europe*, 2013.

do određene dezintegracije je svakako došlo, ali ona nije toliko zabrinjavajuća kao što to redovna prva analiza i njeni indikatori sugerišu.

3.4.1.3. Kvantitativni pokazatelji na tržištu novca

Jedan od aspekata važnih za ocenu integracije tržišta novca u evrozoni jeste registrovana naklonjenost prema određenoj užoj grupi učesnika prilikom zaključivanja transakcija. U tom smislu od interesa je osmotriti koliko su učesnici orijentisani na učesnike koji su im geografski najbliži, domaći transaktori, a koliko na učesnike koji su geografski udaljeni, ostali transaktori iz evrozone. Vremenski razmak koji je do sada korišćen u analizi je pogodan za izvođenje zaključaka o razvoju ove naklonjenosti u normalnim vremenima i pri prelazu u krizna vremena, te o snazi njene reverzibilnosti pretkriznim nivoima koja je pravi odraz postojanosti i ukorenjenosti integracionih postignuća. Paralelno sa tim važno je pratiti nivo aktivnosti svih učesnika na tržištu i nove obrasce ponašanja i delovanja koji se uspostavljaju. Zato se u nastavku izlažu određeni indikatori zasnovani na kvantitetima.

Za ocenu kretanja na tržištu novca i stanja njegove integracije korisno je analizirati promet na njemu diferenciran prema vrsti transakcija - nekolateralizovane i kolateralizovane, i nakon te podele uže definisan za određene grupe zemalja. Ključne nepravilnosti i distorzije u oceni nivoa integracije ovog tržišta unose zemlje koje su zahvaćene fiskalnom krizom.

Zato su na slici 32. prikazane relevantne transakcije za banke članice panela, koje učestvuju u godišnjoj anketi koja se sprovodi u drugom kvartalu svake godine od strane ECB-a, a koje pripadaju grupi zemalja zahvaćenih krizom²⁸². U ovim transakcijama anketirane banke imaju status debitora²⁸³, a transakcije su podeljene na dve spomenute vrste s tim što su podaci normalizovani tako da je vrednost transakcija iz drugog

²⁸² To su sledeće zemlje: Grčka, Irska, Italija, Kipar, Portugal, Slovenija i Španija.

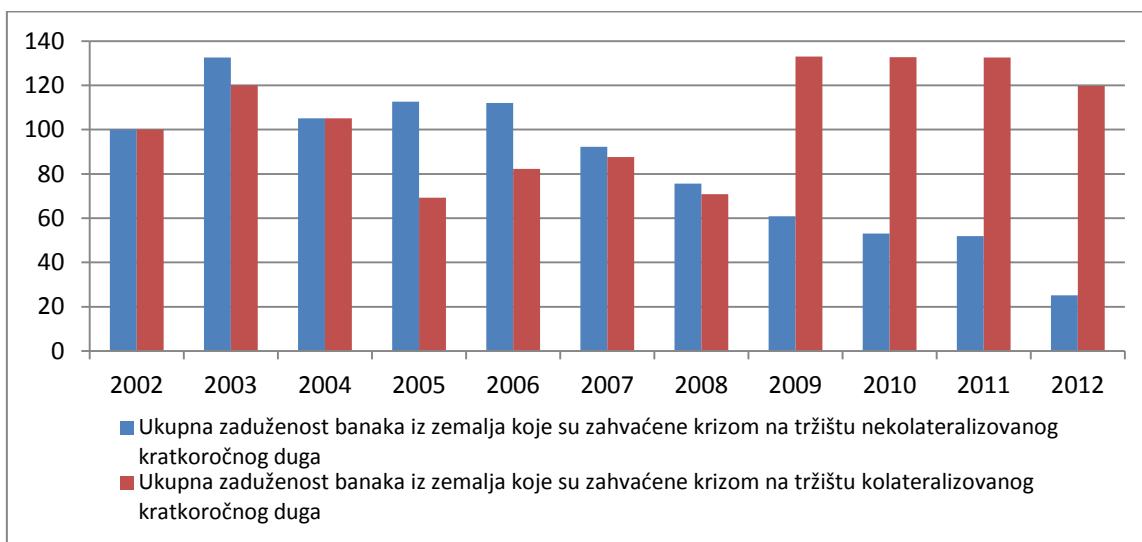
²⁸³ Takođe su dostupni podaci za one transakcije u kojima iste banke imaju status kreditora, ali obzirom na svrhu analize opredeljenje za drugi tip transakcija čini se celishodnijim.

kvartala 2002. god. uzeta za bazu²⁸⁴. Prema tome, počev od 2002. god. može se pratiti koliko je prosečna vrednost zaključenih transakcija premašivala ili podbacivala u odnosu na prosečan promet u dotičnoj godini. U periodu do 2007. god. ne opaža se neki pretežan trend koji dominira kod obe vrste transakcija, prosečne vrednosti tako osciliraju s tim što su nekolateralizovane transakcije postojanijih vrednosti. Od tada može se primetiti jasan obrazac orijentacije ovih banaka prema tržištu kolateralizovanih kredita uz kontinuelan pad njihove zaduženosti na tržištu nekolateralizovanih kredita koja u 2012. god. iznosi svega 25% vrednosti iz 2002. god. Iz današnje perspektive gledano, prosečna ukupna zaduženost banaka iz zemalja zahvaćenih krizom na tržištu novca se smanjuje, a tržište kolateralizovanih kredita se nameće kao alternativa tržištu nekolateralizovanih kredita. Ovo preusmeravanje aktivnosti je prirodna posledica rasta kreditnog rizika i rizika likvidnosti.

Kompletnija slika o položaju banaka iz zemalja zahvaćenih krizom, koja dodatno apostrofira fragmentaciju između njih i banaka iz zemalja koje nisu zahvaćene krizom, se dobija sa uključivanjem u analizu transakcija sa ECB-om kojima se reguliše likvidnost bankarskog sistema u evrozoni. Prve banke izdašno koriste raspoložive operacije refinansiranja, sa većim naglaskom na dugoročne nego na glavne, što je razumljivo obzirom na njihov kvantum. Među dugoročnim se posebno izdvajaju trogodišnje operacije refinansiranja u kojima ove banke od njihovog lansiranja učestvuju sa iznosom od skoro 700 milijardi evra. Druge banke su aktivni korisnici depozitnih olakšica, a od sredine 2012. god, kada je kamatna stopa na depozitne olakšice dovedena na 0%, one su izgubile interes za korišćenjem ovih olakšica pa se višak iznosa na njihovim tekućim računima više ne preliva u olakšice već se prosto vodi kao višak rezervi. Pored toga, prva prevremena otplata trogodišnjih operacija refinansiranja u januaru 2013. god. je uzela veći kvantum od očekivanog pri čemu su u njoj prednjačile ove banke, dok su prve banke dale veoma skroman doprinos. Ovo potvrđuje različit položaj, a iz toga proizlaze i različiti uslovi na nacionalnim tržištima

²⁸⁴ Podaci o zaduženosti anketiranih banaka se prvo agregiraju na dnevnom nivou kako bi se utvrdila njihova ukupna dnevna zaduženost. Kada se obračuna ukupna dnevna zaduženost za sve dane drugog kvartala kalkuliše se prosečna dnevna zaduženost koja se koristi kao relevantan podatak u analizi. Tako je bazna vrednost iz drugog kvartala 2002. god. prosečna dnevna zaduženost banaka u njemu koja je odvojeno utvrđena za kolateralizovane i nekolateralizovane transakcije.

novca koji vode segmentaciji prethodno visoko integrisanog tržišta, u kome se nalaze ove grupe banaka.



Slika 32: Zaduženost banaka iz zemalja evrozone zahvaćenih krizom na tržištu novca

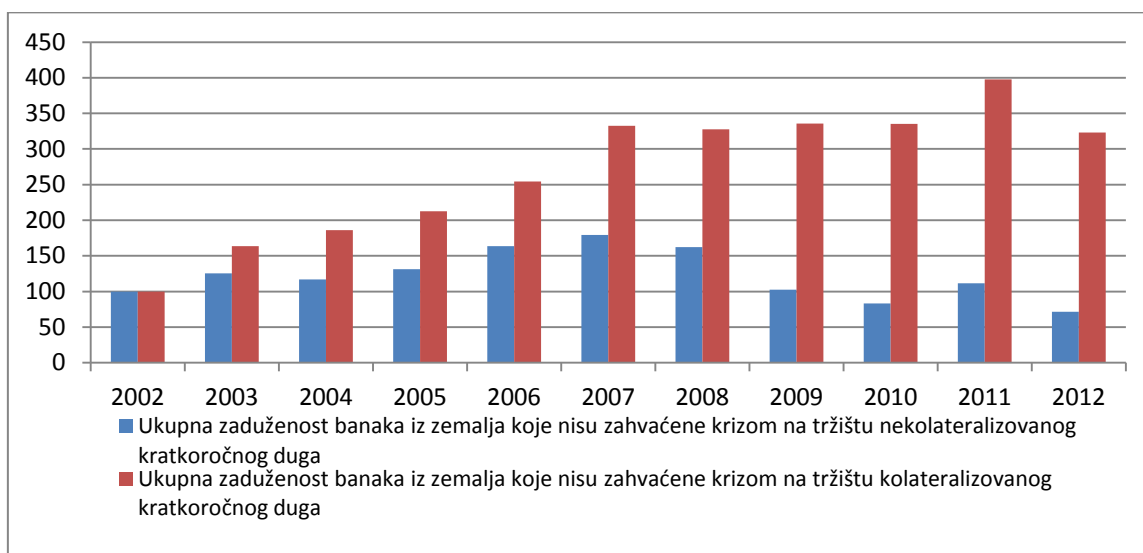
Izvor: European Central Bank

Na slici 33. dat je identičan prikaz transakcija zaključenih na tržištu novca za banke iz zemalja koje nisu zahvaćene krizom²⁸⁵ kao na slici 32. za banke iz zemalja koje su zahvaćene krizom. Kod ovih banaka su trendovi jasniji. One su bolje iskoristile mogućnosti rano integrisanog tržišta novca u evrozoni, podižući znatno nivo svoje zaduženosti od 2002. god. Pri tome su se više orijentisale na kolateralizovane transakcije koje od samog početka uzimaju primat u odnosu na nekolateralizovane, dok je obrnut obrazac uočen kod prvoanaliziranih banaka. Tako je kvantum kolateralizovanih transakcija već 2007. god. bio više od tri puta veći nego u 2002. god. Tokom godina krize ovaj kvantum je ostao na približno istom nivou uz znatan porast u 2011. god. na skoro 400% prosečne dnevne vrednosti tih transakcija iz 2002. god. Njihov upečatljivo brži rast u odnosu na rast kod prvoanaliziranih banaka mogao bi se delimično pripisati sofisticiranosti i profesionalnosti ovih banaka koji su im omogućili da efikasnije sprovedu dotične transakcije koje su zahtevnije i kompleksnije, iz pravnih i tehničkih razloga, od nekolateralizovanih transakcija. Pribegavanje ovim

²⁸⁵ To su sledeće zemlje: Austrija, Belgija, Estonija, Finska, Francuska, Holandija, Nemačka, Luksemburg, Malta i Slovačka.

transakcijama, iz razumljivih razloga, postaje primarno opredeljenje svih banaka u kriznom periodu. One su, zbog zaštite koju pružaju bankama kreditorima, izuzetno rezistentne na bilo kakva nepovoljna dešavanja na tržištu, a ona pod izvesnim uslovima mogu čak podići njihovu atraktivnost.

U jednom delu može se primetiti paralelizam između ponašanja banaka iz obe grupe zemalja na tržištu novca u periodu od 2007. god. i nadalje, a on se vezuje za opadanje značaja tržišta nekolateralizovanih kredita. Ipak, iako je pad bio znatan, on je bio manji nego kod prvoanaliziranih banaka, tako da je prosečna dnevna zaduženost po osnovu nekolateralizovanih kredita u 2012. god. predstavljala 71% vrednosti iste zaduženosti zabeležene u 2002. god.

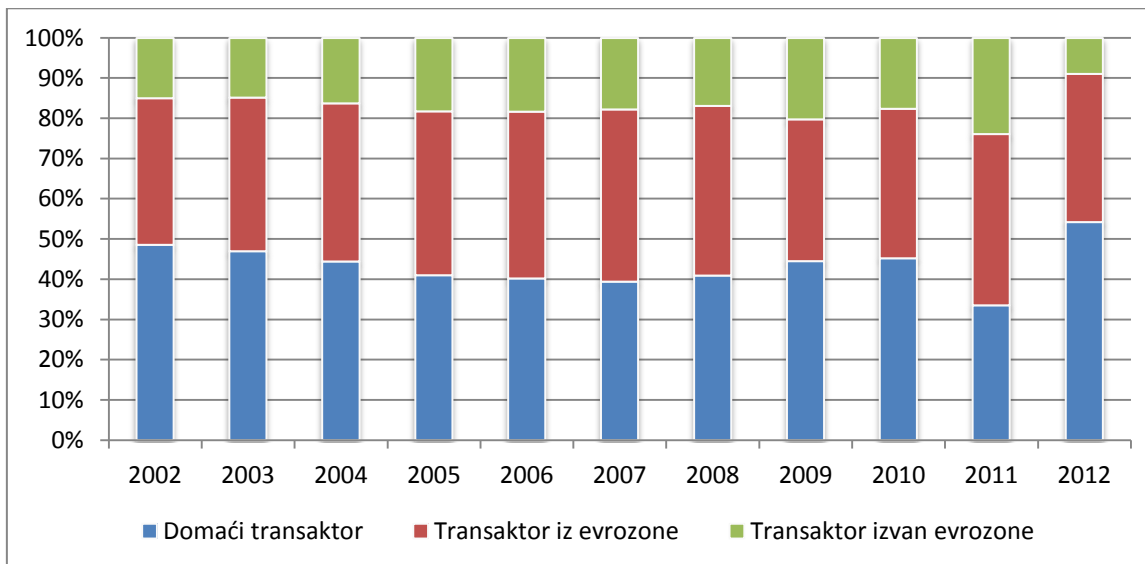


Slika 33: Zaduzenost banaka iz zemalja evrozone koje nisu zahvacene krizom na tržištu novca

Izvor: European Central Bank

Za razliku od prethodne analize koja je u svom fokusu imala kretanje kvantuma relevantnih transakcija na tržištu novca, na slikama 34. i 35. je prikazana struktura ukupno obavljenih transakcija prema kriterijumu rezidentnosti druge ugovorne strane. Po ugledu na prethodnu analizu, a iz istih razloga, na slikama su odvojeno prikazani podaci o strukturi transakcija prema odabranom obeležju za banke koje potiču iz zemalja koje su zahvaćene krizom i za one koje potiču iz zemalja koje su pošteđene

krize. Obzirom da u ukupnim transakcijama dominiraju kolateralizovane, njihova struktura će presudno uticati na strukturu ukupnih transakcija.



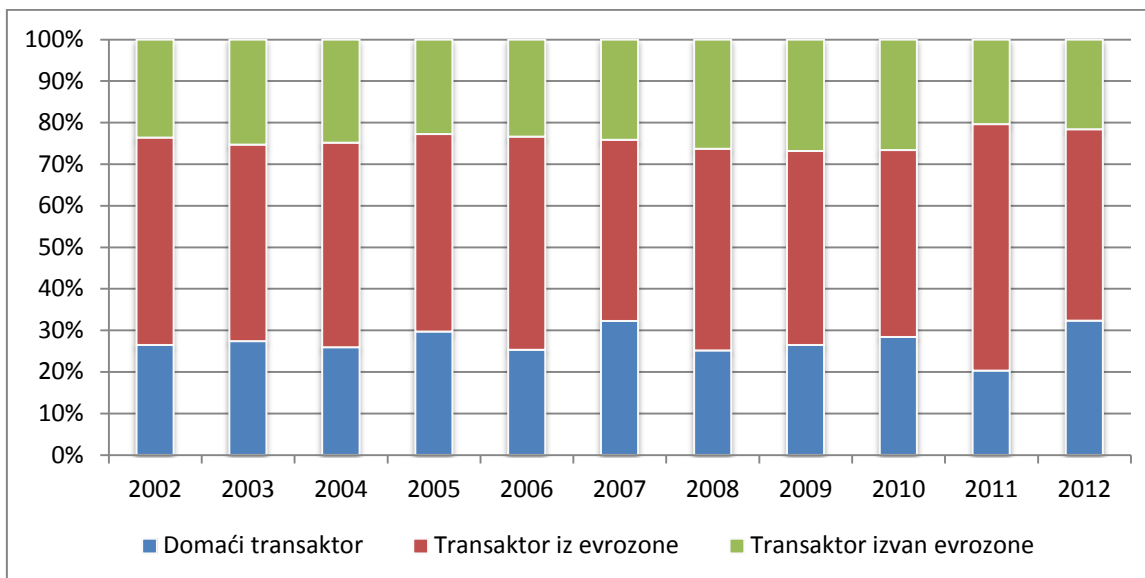
Slika 34: Struktura transakcija na tržištu novca prema rezidentnosti druge strane u zemljama evrozone zahvaćenim krizom

Izvor: European Central Bank

Sve transakcije se razvrstavaju u tri grupe prema tome da li druga ugovorna strana ima domicilno poreklo, da li potiče iz zemalja evrozone ili ne potiče iz evrozone. Na slici 34. može se primetiti da kod banaka iz zemalja zahvaćenih krizom od početka preovlađuju domaći transaktori prilikom zaključivanja transakcija na tržištu novca. Međutim, njihovo relativno učešće postepeno blago opada da bi u 2006. god. situ prednost u učešću zabeležili transaktori iz evrozone koji su u 2007. god. ostvarili svoje najveće učešće od 42,8% spram 39,4% koliko je iznosilo učešće domaćih transaktora. Nakon toga, učešće domaćih transaktora raste i oni ponovo postaju preovlađujući transaktori od 2009. god. Zadnje dve godine za koje postoje podaci su vanredne u smislu učešća transaktora. U 2011. god. zabeleženo je minimalno učešće domaćih transaktora od 33,6% i maksimalno učešće transaktora izvan evrozone od 23,9%, što je u prvi plan opet postavilo transakcije iz evrozone. U 2012. god. stvari su se bitno promenile obzirom da domaći transaktori beleže svoje najveće učešće od 54,2%, a transaktori izvan evrozone svoje najmanje učešće od svega 9%.

Slika 35. daje prikaz strukture ukupnih transakcija za banke koje imaju sedište u zemljama koje nisu obuhvaćene krizom. U kontinuitetu u transakcijama na strani druge ugovorne strane preovlađuju transaktori iz evrozone. Njihovo učešće se kreće u rasponu 43-60%. Ako pretpostavimo da su transaktori iz evrozone sastavljeni najvećma od banaka koje potiču iz zemalja koje nisu zahvaćene krizom, onda bi se moglo konstatovati da transakcije među bankama ovih zemalja posebno snažno doprinose finansijskoj fragmentaciji između definisanih grupa zemalja. Da je njihov izbor druge ugovorne strane u transakciji drugačiji, kod ove grupe zemalja bi se zadržalo visoko učešće transaktora iz evrozone s tim što bi kod zemalja zahvaćenih krizom došlo do supstitucije domaće zaduženosti inostranom, zbog čega bi kod njih poraslo učešće transaktora iz evrozone a opalo domaćih transaktora. Epilog bi bio viši nivo integracije. Na drugom mestu kod zemalja koje nisu zahvaćene krizom po zastupljenosti u transakcijama, sa izuzetkom u 2008. i 2009, nalaze se domaći transaktori. Učešće transaktora izvan evrozone je permanentno veće od 20% zbog čega oni imaju istaknutiju ulogu nego kod banaka iz zemalja koje su zahvaćene krizom, a na taj način se otkrivaju i preferencije ovih transaktora koji su skloniji zaključivanju transakcija sa bankama iz sigurnijih i fiskalno stabilnijih zemalja.

Upoređujući strukture transakcija definisanih grupa banaka može se zaključiti da se one od početka razlikuju, da je njihov redosled važnosti transaktora bio konzistentan tako da se one u razmatranom periodu mogu oceniti kao zadovoljavajuće stabilne. U 2012. god. u obe strukture se primećuje ista tendencija ka rastu zastupljenosti domaćih transaktora, što se može objasniti zabrinutostima koje su došle do izražaja u tadašnjem periodu, a ticale su se krize suverenog duga i mogućnosti da se ta kriza prenese na bankarske sisteme zemalja zahvaćenih krizom.



Slika 35: Struktura transakcija na tržištu novca prema rezidentnosti druge strane u zemljama evrozone koje nisu zahvaćene krizom

Izvor: European Central Bank

Senku na merodavnost iznete analize i pouzdanost korišćenih indikatora nadnosi statistička metodologija prikupljanja podataka od panel banaka. EURIBOR i EUREPO stope su inferiorne u odnosu na EONIA stopu iz već iznetih razloga, ali ni ona nije savršena. Banke dostavljaju podatke o svojim prosečnim dnevnim kamatnim stopama na prekonoćne kredite odobrene drugim bankama, ali pri tome ne postoji razgraničenje tih transakcija prema nacionalnom poreklu druge ugovorne strane. Prema tome, prosečna prekonoćna kamatna stopa koju prijavljuje neka banka se odnosi kako na obavljene transakcije sa domaćim, tako i sa stranim bankama. Ova činjenica bitno narušava reprezentativnost prijavljenih kamatnih stopa kao stopa koje preovlađuju na domaćem, nacionalnom tržištu novca. Iz toga proizlazi da proračunata standardna devijacija prosečnih nacionalnih kamatnih stopa na prekonoćne kredite (*cross-country standard deviation*), kao i pojedinačnih prosečnih kamatnih stopa banaka koje vode poreklo iz iste zemlje (*within-country standard deviation*), nisu izvedene u skladu sa zahtevanom propozicijom o istovetnosti domicila banaka transaktora, tako da se mešaju prekogranične i unutargranične transakcije. To umanjuje verodostojnost proračunatih devijacija. Takođe, EONIA panel banaka se sastoji od velikih banaka kod kojih postoje veći izgledi da se anagažuju u prekograničnim transakcijama, nego manje banke, što može da utiče na to da prosečna razlika između raportiranih kamatnih stopa bude manja.

Zbog ove manjkavosti, obračunata mera disperzije može biti pristrasna naniže, u smislu da će obračunata mera disperzije sistematski težiti da bude niža od stvarne, objektivno utvrđene mere disperzije koja je karakteristična za celu populaciju banaka. Iz toga proističe da će ovaj indikator integracije biti sklon ka precenjivanju stvarnog nivoa integracije²⁸⁶.

Budući pravci istraživanja integracije na tržištu novca evrozone će se najverovatnije kretati u smeru razmatranja reperkusija okruženja niskih kamatnih stopa na sam proces. Veyrune et al. (2013) odvojeno analiziraju efekte ovog okruženja na kolateralizovane i nekolateralizovane kredite u 2012. god primenom metoda glavnih komponenti (*Principal Component Analysis*). Kod kolateralizovanih kredita zaključuju da je do sprovođenja prvih trogodišnjih operacija refinansiranja krajem 2011. god. preovladavalo opšte raspoloženje odbojnosti prema riziku tako da su se repo stope kretale u istom smeru što je izazvalo konvergenciju stopa. Neposredno nakon toga, došlo je do negativne korelacije između repo stopa, verovatno po osnovu preusmeravanja sredstava iz repo transakcije u kojima figuriraju kolaterali iz spornih zemalja (Italija i Španija) u one u kojima figuriraju kolaterali iz sigurnih zemalja (Nemačka, Holandija, Francuska). Ovu fazu karakterišu uravnoteženiji odnos prema riziku, popravljanje opšteg raspoloženja prema riziku i revalorizacija rizika inherentnih u odgovarajućim transakcijama. Proistekla divergencija prinosa je trajala sve do sredine 2012. god. i snižavanja kamatnih stopa ECB-a kada se opet opaža njihova konvergencija koja je vidljiva i na slici 31. Ona je posledica limitirajućeg dejstva nulte visine kamatne stope, jer svako dalje preusmeravanje sredstava u repo transakcije u kojima figuriraju kolaterali iz sigurnih zemalja ne može faktički spustiti repo kamatnu stopu ispod granice od 0%²⁸⁷. Racionalan odgovor učesnika na tržištu je potraga za pozitivnim prinosima koji su locirani u repo transakcijama baziranim na kolateralu iz spornih zemalja. Veće usmeravanje sredstava u ove repo transakcije obara njihovu kamatnu stopu, približavajući je nultom nivou ali zadržavajući u pozitivnom rasponu vrednosti, što opet

²⁸⁶ Obzirom da je panel EONIA i EURIBOR banaka isti, mogući test za ocenu ove pristrasnosti može biti uporedno kretanje proračunatih standardnih devijacija na ove stope. Ako postoje sistematske razlike u njihovoj vrednosti, one se nikako ne bi mogle pripisati selekciji banaka iz uzorka - jer su uzorci identični, što znači da su razlike uslovljene nekim drugim faktorima, a time se i proračunate standardne devijacije mogu smatrati objektivnijim, a sumnje u njihovu objektivnost neopravdanim.

²⁸⁷ Pri izlaganju integracije na tržištu državnih obveznica biće razmotreni i takvi slučajevi.

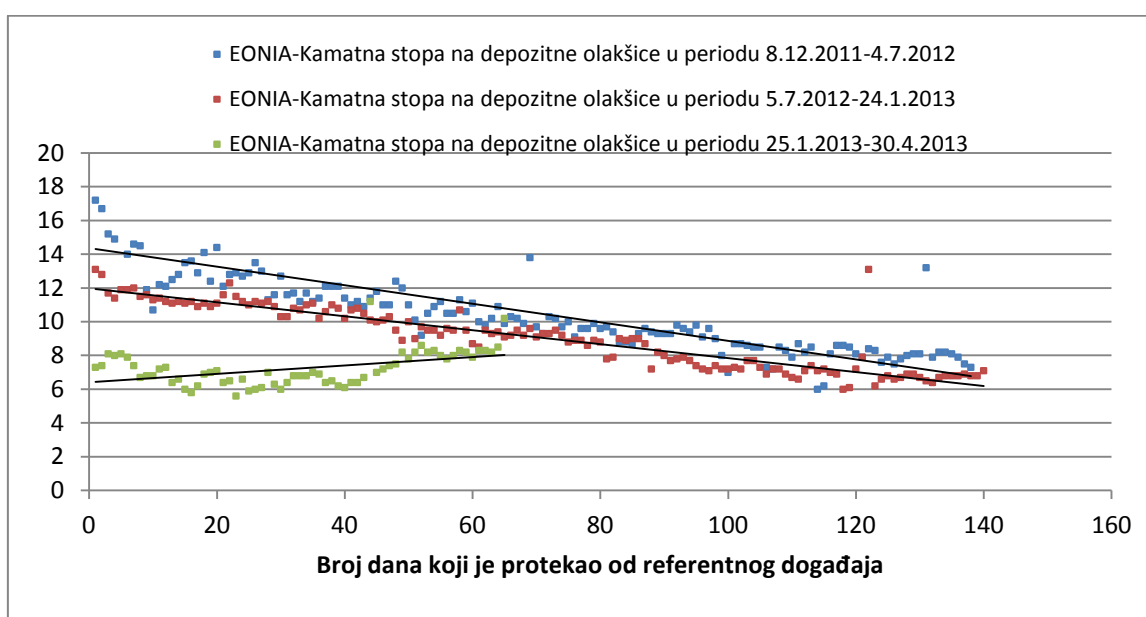
ublažava tržišnu segmentaciju. Ova analiza ponovo potvrđuje da je ECB svojim merama fundamentalno uticala na izmereni nivo integracije.

Na tržištu nekolateralizovanih kredita mogu se uočiti bliska događanja kao i kod kolateralizovanih kredita. Sve dok je kamatna stopa na depozitne olakšice bila iznad nule, tržišni učesnici sa pristupom ovim olakšicama su mogli računati na ECB kao poslednje прибежиште kod kojeg su mogli osvariti pozitivan prinos na svoja sredstva. To ih je istovremeno stavljalo u privilegovan položaj jer su mogli učesnicima bez pristupa ovim olakšicama, kao što su investicioni fondovi, ponuditi da na sredstva deponovana kod njih ostvare odgovarajuće stope koje su niže od kamatne stope na depozitne olakšice. Sredstva prikupljena na ovaj način banke su zatim mogle prebaciti u depozitne olakšice i ostvariti bezrizičan profit po osnovu razlika u kamatnim stopama, ili ih plasirati drugim visokorangiranim učesnicima na tržištu po stopama iznad stope na depozitne olakšice. Pri novonastalim okolnostima, banke se suočavaju sa gubitkom prihoda po osnovu korišćenja depozitnih olakšica, a postoje dva načina da im viškovi likvidnosti i dalje donose prihode. Po prvom, banke će u većoj meri koristiti svoje raspoložive kreditne limite kompenzujući deo izgubljenih prihoda koji je priticao iz depozitnih olakšica, ili će, što je manje verovatno, učesnicima bez pristupa ovim olakšicama uvesti negativnu kamatnu stopu na deponovana sredstva. U suprotnom banke neće imati finansijske koristi od viškova likvidnosti.

Na slici 36. dat je prikaz razlike između EONIA-e i kamatne stope na depozitne olakšice u tri razgraničena perioda²⁸⁸. U njemu se prate efekti združenog dejstva viška likvidnosti u sistemu i okruženja niskih kamatnih stopa na funkcionisanje tržišta prekonoćnih kredita. U osnovi, istrajan višak likvidnosti u dužem vremenskom periodu utiče na stremljenje EONIA-e prema kamatnoj stopi na depozitne olakšice. U prva dva perioda primećuje se da spread konzistentno opada od referentnog događaja, što ukazuje da je on uglavnom funkcija vremena, a da je njegova responzivnost na trenutno stanje viška likvidnosti u sistemu veoma niska - u uslovima vanredno visokog nivoa viška

²⁸⁸ Prvi period započinje sa datumom sprovođenja prvih trogodišnjih operacija refinansiranja u 2011. god, a u njemu se realizovao još jedan ciklus ovih operacija koji je uzneo višak likvidnosti u bankarskom sistemu na rekordne nivo. Ovaj period se okončava, a naredni započinje, datumom korekcije kamatne stope na depozitne olakšice, kada je ona svedena na nulu. Poslednji period je obeležen datumom prve prevremene otplate trogodišnjih operacija refinansiranja, kada se višak likvidnosti smanjuje.

likvidnosti. Sa druge strane, uočava se prilagođavanje spreda na ambijent koji karakteriše višak likvidnosti sa određenim vremenskim kašnjenjem. Prilikom prelaska u drugi period uočava se rast spreda koji svedoči o usporenom reagovanju tržišta i želji da se realizuje veća zarada, ali sa protekom vremena spred nastavlja da skoro linearno opada, pa se na slici 36. može primetiti da sve crvene tačkice leže ispod plavih. Na slici 36. su provučene posebne linije regresije za svaki od tri skupa podataka. Kao što se može primetiti u prva dva perioda linija regresije ima negativan nagib, dok je u poslednjem periodu nagib blago pozitivan i volatilitet spreda je izraženiji.



Slika 36: Kretanje razlike između EONIA-e i kamatne stope na depozitne olakšice

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka ECB-a

Kontrakcija spreda je važna obzirom da može uticati na privlačnost drugih investicionih alternativa na finansijskom tržištu. Ona može nagnati učesnike na preduzimanje onih alternativa koje nude više prinose, što bi značilo na tržištu nekolateralizovanih kredita veći volumen transakcija sa graničnim debitorima, odnosno onima koji su do skoro imali otežan pristup tržištu. Šire poslovanje sa tom grupom debitora usloviće postepeni pad kamatne stope na njihove kredite što će se pozitivno odraziti na integraciju tržišta i ujednačavanje uslova finansiranja. Sa druge strane, oni učesnici koji ostanu odbojni prema riziku će biti indiferentni prema kontrakciji spreda i preferiraće poslovanje samo sa prvoklasnim učesnicima na tržištu. Iz ugla integracije tržišta, najpovoljnija reakcija bi

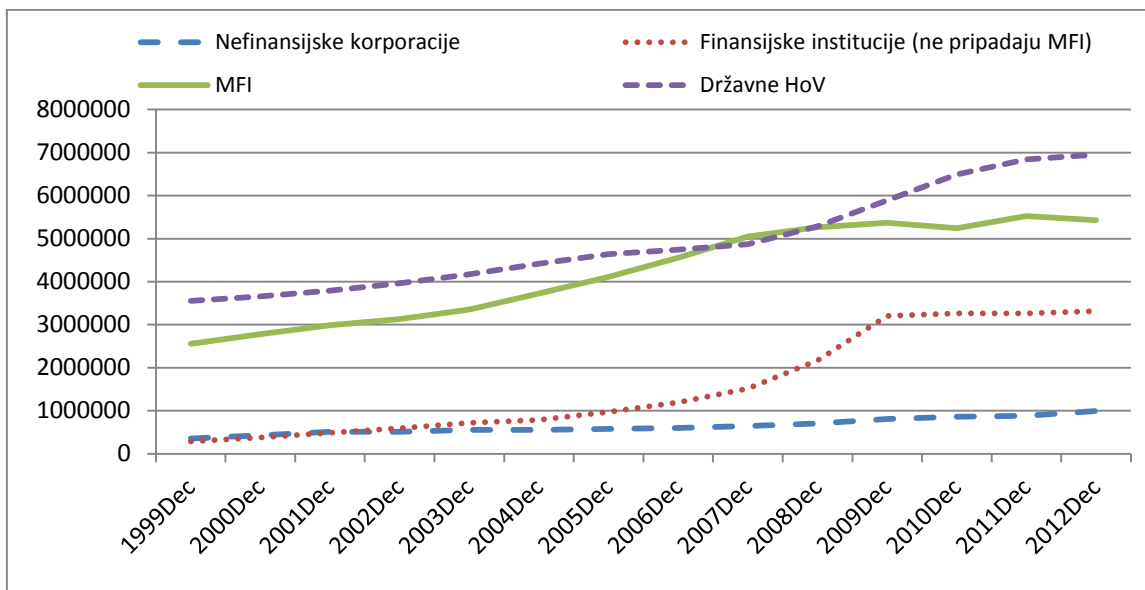
bila ona u kojoj se učesnici iz jedne zemlje opredeljuju da na osnovu kontrakcije spreda traže učesnike iz druge zemlje koji su zadovoljavajućeg boniteta i spremni da prihvate nešto više kamatne stope. Na osnovu toga došlo bi do rasta volumena prekograničnih transakcija i konvergencije kamatnih stopa. Ono što ovaj redosled zbivanja ne može konkretnije precizirati je na kojim će to segmentima finansijskog tržišta, i u kom stepenu, biti zabeleženo pritanje likvidnosti, jer je gotovo izvesno da povoljan uticaj neće uživati samo tržište nekolateralizovanih kredita.

3.4.2. Tržište državnih obveznica

3.4.2.1. Osnovna obeležja tržišta državnih obveznica

Tržište državnih hartija od vrednosti je od višestruke važnosti za funkcionisanje finansijskog sistema. Zahvaljujući njemu finansijske potrebe različitih nivoa državnih vlasti, centralnih vlada i lokalnih samouprava, mogu da se efikasno zadovolje, a investitori zauzvrat dobijaju visokotražene prvoklasne finansijske instrumente koje rado drže u svojim portfolijima. U mnogim zemljama, pa tako i u zemljama evrozona, tržištem dužničkih hartija od vrednosti dominiraju državne hartije od vrednosti. Prinosi na ove hartije od vrednosti se koriste prilikom određivanja cene drugih finansijskih aktiva - zbog čega se često nazivaju i benčmark prinosima²⁸⁹. Emitovane državne hartije od vrednosti imaju i druge veoma važne upotrebne vrednosti. Jedna od njih je njihova upotreba u ulozi kolaterala prilikom zaključivanja repo transakcija, čime se pospešuje volumen transakcija na tržištu novca i uopšteno njegov razvoj.

²⁸⁹ Modeli određivanja prinosa na akcije standardno stipuliraju prinos kao zbir prinosa na bezrizičnu aktivu i premije za rizik ulaganja u konkretnu akciju. Campbell (1999) navodi da se prosečna realna stopa prinosa na državne obveznice kreće u opsegu 1-4%, a na akcije 7-8%. Sa druge strane, volatilitet prinosa na akcije je 2 do 3 puta veći od volatiliteta prinosa na obveznice.



Slika 37: Suma emitovanih dužničkih hartija od vrednosti prema vrsti emitenta

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka ECB-a

Na slici 37. prikazana je vrednost emitovanih dužničkih hartija od vrednosti u evrozoni sortiranih prema vrsti emitenta za period 1999-2012. Od uvođenja evra agregatna vrednost državnih hartija od vrednosti zemalja evrozone je nadmašivala vrednost hartija emitovanih od strane ostale tri vrste subjekata, sa izuzetkom kratkog intervala u 2007. god. kada su je po vrednosti premašile hartije koje su emitovale monetarno finansijske institucije (MFI). U 1999. i 2000. god. je zbir hartija emitovanih od strane preostale tri vrste subjekata bio manji od vrednosti državnih hartija od vrednosti. U tabeli 26. dat je detaljniji pregled relativnih učešća hartija od vrednosti sve četiri vrste emitenata. Iz tabele se može zapaziti da je do 2009. god. učešće državnih hartija opadalo, da bi nakon toga počelo da raste. U celom posmatranom periodu posebno snažan rast su beležile hartije koje emituju finansijske institucije koje ne pripadaju sektoru monetarno finansijskih institucija²⁹⁰. Sa druge strane, učešće hartija nefinansijskih korporacija je u celom periodu bilo nisko, iako je u apsolutnom izrazu zabeležen određeni rast. Ukupan utisak na osnovu ovih podataka je da na tržištu dužničkih hartija od vrednosti država i finansijski sektor u širem smislu imaju predominantan položaj i da nefinansijske korporacije nedovoljno koriste njegov potencijal.

²⁹⁰ U ove institucije spadaju: osiguravajuće kompanije, penzioni fondovi, specijalizovani entiteti koji se osnivaju i pojavljuju u procesu sekjuritizacije, investicioni fondovi (izuzimaju se fondovi sa tržišta novca), finansijske kompanije nefinansijskih korporacija i sl.

Tabela 26: Struktura emitovanih dužničkih hartija od vrednosti prema vrsti emitenta

	Nefinansijske korporacije	Finansijske institucije (ne pripadaju MFI)	MFI	Državne HoV
1999Dec	5.20	4.25	37.93	52.63
2000Dec	5.90	5.17	38.38	50.55
2001Dec	6.60	6.24	38.44	48.72
2002Dec	6.20	7.20	38.20	48.40
2003Dec	6.32	8.14	38.14	47.40
2004Dec	5.87	8.29	39.28	46.56
2005Dec	5.60	9.42	39.94	45.05
2006Dec	5.41	10.79	41.08	42.71
2007Dec	5.34	12.55	41.80	40.31
2008Dec	5.24	16.17	39.23	39.36
2009Dec	5.29	20.99	35.16	38.56
2010Dec	5.43	20.59	33.06	40.92
2011Dec	5.34	19.76	33.47	41.44
2012Dec	5.98	19.86	32.52	41.65

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka ECB-a

Sa uvođenjem evra članicama evrozone se otvaraju nove mogućnosti za plasman njihovih hartija od vrednosti. Sve zemlje se, u novim okolnostima, ravnopravno nadmeću za naklonost zajedničke baze investitora, sastavljene od lokalnih investitora koji su u vreme postojanja nacionalnih valuta kupovali lokalne državne hartije. Ovo otvaranje ranije segregiranih tržišta državnih hartija doprinosi razvijanju novog konkurentskog okruženja, koje između ostalog predviđa znatnije učešće međunarodnih investitora u obveznice koji bi privučeni atraktivnošću javnog duga denominovanog u evrima trebalo da povećaju svoja ulaganja u evrozoni²⁹¹. Novo konkurentsko okruženje nameće emitentima neophodnost da svoje hartije učine dovoljno atraktivnim kako bi privukli potencijalne investitore. Sa tim ciljem se sprovode odgovarajuće aktivnosti, kao

²⁹¹ Neke zemlje su se, po ugledu na poslovanje FED-a sa državnim hartijama od vrednosti, odlučile da posao prodaje novoemitovanih hartija od vrednosti u inostranstvu prepuste primarnim dilerima, što je poskupelo troškove emisije, ali i donelo očekivane koristi u smislu širine plasmana. Zadatak primarnih dilera, kao specifičnog kanala distribucije, je da daju ponude na aukcijama državnih hartija od vrednosti, da otkupe deo novoemitovanih hartija, vrše promociju instrumenata javnog duga drugim investitorima i budu market mekleri za emitovane hartije. Iz ovih zadataka se uočava da se njihova uloga rasprostire kako na primarnom tako i na sekundarnom tržištu. Zbog njihovog namenskog angažmana i postizanja ciljanih efekata često se kao primarni dileri pojavljuju inostrane finansijske institucije. Zanimljivo je da jedino Nemačka nije pribegla angažovanju primarnih dilera za svoj javni dug. Više o ovoj problematici može se naći u Favero (2000). Npr. udeo nerezidenata u ukupnoj vrednosti emitovanih francuskih državnih hartija od vrednosti je porastao sa 16% u 1997. god. na 33% u 2000. god. Isti udeo kod španskih hartija od vrednosti u 1997. god. je bio simboličnih 18%, a u 2002. god. fantastičnih 41%.

što su: a.) definisanje optimalne nominalne vrednosti emisije, b.) planiranje emisione aktivnosti i pridržavanje unapred saopštenog kalendara aukcija, c.) prilagođavanje karakteristika emisije potrebama investitora²⁹² i d.) uvođenje modernijih sistema trgovanja hartijama na sekundarnom tržištu koji bitno unapređuju likvidnost.

Novo konkurentsko okruženje implicira visok stepen integrisanosti tržišta državnih hartija. Viši nivo integracije je poželjniji jer donosi odgovarajuće koristi. Integracija snižava troškove zaduživanja, jer je na integrisanom tržištu investitorima lakše izvršiti diversifikaciju ulaganja u geografskom smislu. Jednostavnost i lagodnost obavljanja diversifikacije se reperkutuje na niže prinose koje zahtevaju investitori, što obara troškove kamata vladama. Integrirano tržište bi trebalo da bude visoko likvidno, što utiče na smanjenje premije za likvidnost inkorporirane u zahtevani prinos investitora. Integrirano tržište doprinosi većoj transparentnosti i tendenciji ka unificiranom određivanju cene državnih hartija. Oni zajedno utiču da državne hartije različitih emitenata postanu bliži supstituti nego što su to bili ranije i da tržište funkcionise efikasnije. Iz ugla ECB-a, integracija tržišta državnih hartija je bitna zbog linearne transmisije pravca monetarne politike.

Adjaouté i Danthine (2003) naglašavaju važnost identifikacije bezrizične aktive na nivou evrozone. Bezrizična aktiva mora da generiše sigurne prihode koji će priteći investitorima bez obzira na stanje i okolnosti koji budu preovlađivali u trenutku dospeća. Iz toga proizlazi da je ova aktiva lišena kreditnog rizika, ali ona mora biti izuzeta i od rizika inflacije i rizika reinvestiranja. Rizik reinvestiranja se eliminiše poklapanjem ročnosti bezrizične aktive i vremenskog horizonta investitora. Za razrešenje rizika inflacije važnu ulogu ima centralna banka. Svaka promena pravca monetarne politike koja proizvodi neusaglašenost očekivane i realizovane stope inflacije može prouzrokovati odstupanje stope prinosa na državne obveznice od prinosa koji se očekuje od teorijski idealne bezrizične aktive. Ono može biti pozitivno ili negativno, pri čemu potonje ponekada podrazumeva i negativne realne stope prinosa.

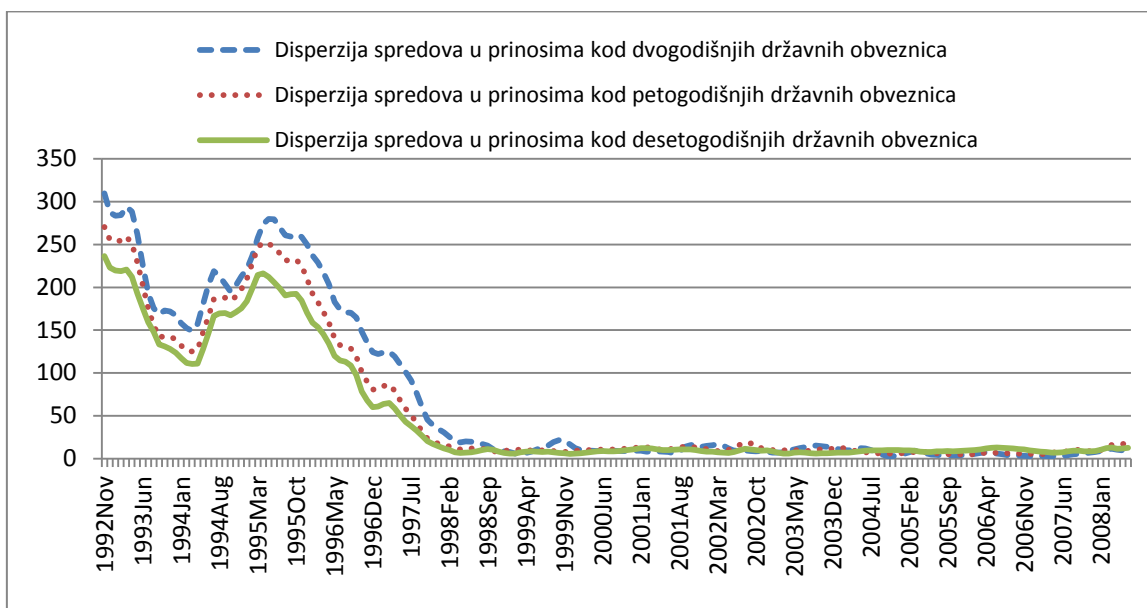
²⁹² Francuska je prva u oktobru 2001. god. emitovala obveznice indeksirane indeksom potrošačkih cena, tako da se vrednost kupona i glavnice duga prilagođavala njegovim promenama. U tome su je sledile Italija i Grčka, da bi im se Nemačka pridružila 2006. god.

U evrozoni fundamentalna promena je nastala sa uvođenjem zajedničke valute, jer je u međunarodnom kontekstu rizik deviznog kursa od dubokog uticaja na valorizaciju aktiva koje se vode kao bezrizične u nacionalnim okvirima. Različite valute imaju svojstvo fundamenta u određivanju cene državnih obveznica. Zemlje koje ostvaruju deficit platnog bilansa imaju u proseku nestabilniju valutu, dok zemlje koje beleže suficit imaju stabilniju valutu. Rizik da nepodnošljivo visok, i u dužem periodu kumuliran, deficit izazove depresijaciju valute je visoko verovatan, zbog čega se obavezno mora uzeti u obzir pri određivanju prinosa na državne obveznice takvih zemalja, koji su zbog toga proporcionalno viši. Obrnuto važi za zemlje sa suficitom kod kojih je izglednija apresijacija nacionalne valute. Kompletno razmatranje ostaje bez značaja sa prelaskom na zajedničku valutu.

U pogledu kreditnog rizika bezrizične aktive u evrozoni izbijaju kontroverze kada se razmatraju obveznice različitih zemalja koje konkurišu za taj status. Kreditni rejtinzi koje dodeljuju vodeće rejting agencije ukazuju da nivo kreditnog rizika obveznica različitih zemalja nije u potpunosti ujednačen. Oni su po pravilu bliski, ali su potencijalne epizode u kojima neki rejtinzi negativno odstupaju od najvišeg rejtinga u srednjem roku veoma izgledne, a što se u praksi i potvrdilo. Zato bi ujednačavanje prinosa moralo najpre da se očekuje i odvija na nivou zemalja koje poseduju isti kreditni rejting, jer je jedini fundamentalan razlog za njihovo odstupanje uvođenjem evra otklonjen. Sa konvergencijom nacionalnih stopa inflacije, koja je posledica uspešne jedinstvene monetarne politike, nema razloga da inflatorni diferencijali budu razlog za odstupanje prinosa po svim drugim merilima ekvivalentnih aktiva. Kao faktor konvergencije nivoa kreditnog rizika među zemljama snažno mogu da deluju Mاستrihtski sporazum i Pakt za stabilnost i rast koji postavljaju pravila za vođenje zdravih fiskalnih politika. Uzimajući u obzir sva prethodno izložena nastojanja i ograničenja, obveznice zemalja koje najduže uživaju najviši kreditni rejting (AAA po S&P-u i Fitch-u ili Aaa po Moody`s-u), čime su se njihovi emitenti afirmisali kao sigurni i pouzdani, bi trebalo da se odaberu za reprezenta bezrizične aktive. U evrozoni to su obveznice Nemačke, Francuske, Austrije i Holandije. Iz razumljivih razloga prednost se daje nemačkim i francuskim obveznicama.

3.4.2.2. Disperzija spreda u prinosima

Kao okvirna smernica razvoja integracije tržišta državnih obveznica u poslednje dve dekade može da se upotrebi standardna devijacija spreda u prinosima koji se dobija kao razlika između prinosa relevantne lokalne obveznice određenog roka dospeća i referentne obveznice.



Slika 38: Disperzija spreda u prinosima državnih obveznica

Izvor: European Central Bank

Na slici 38. analiza je sprovedena za tri ročna segmenta: dvogodišnje, petogodišnje i desetogodišnje obveznice²⁹³. Ovaj indikator, kao što je to u metodološkom delu ove glave već bilo naglašeno, direktno proishodi iz zakona jedinstvene cene²⁹⁴ i bilo bi idealno kada bi se on na sve finansijske aktive mogao neizmenjen primeniti.

²⁹³ Referentne obveznice u dvogodišnjem i petogodišnjem ročnom segmentu su francuske obveznice, a u desetogodišnjem segmentu nemačke obveznice. Sumarno gledano, zbog svoje likvidnosti desetogodišnji segment prednjači u značaju.

²⁹⁴ U vreme kada je predlagana upotreba ovog indikatora, početkom 2000-ih, državne obveznice zemalja evrozone su sumarno gledano prema njihovim karakteristikama, predstavljale mnogo homogeniju strukturu nego što je to ona danas. To se može opaziti i prema rasponu tada aktuelnih kreditnih rejtinga dotičnih obveznica u poređenju sa današnjim.

Prema očekivanjima, spreadovi bi trebalo da budu manji što je tržište integrisanije, a minimalni ukoliko se radi o obveznicama identičnog rejtinga. Disprezija spreadova na desetogodišnje obveznice je u periodu do uvođenja evra bila konzistentno niža u odnosu na druga dva ročna segmenta. Ovo ne mora nužno da bude indikator veće integrisanosti, jer se taj rezultat i očekivao usled veće likvidnosti ovog ročnog segmenta i postojanja razvijenog tržišta derivata povezanog sa njim. Sa nivoa od oko 200 baznih poena, za sva tri ročna segmenta, disperzija ovih spreadova tokom devedesetih oštro pada na nivo ispod 10 baznih poena nakon uvođenja evra. Ovo je snažan dokaz konvergencije prinosa državnih obveznica koji se prvenstveno može pripisati konvergenciji njihovih fundamenata.

Poredeći nivo integracije tržišta državnih obveznica koji sugerišu mere disperzije sa slike 38. sa onim utvrđenim u prethodnoj tački rada na tržištu novca, primećuje se blago niži nivo integracije, jer su disperzije nešto više²⁹⁵.

Tabela 27: Prosečan spread u prinosima kod desetogodišnjih državnih obveznica

	Austrija	Belgija	Finska	Francuska	Grčka	Irska	Italija	Holandija	Portugal	Španija
1993	18,4	70,6	230,1	25,5	1685,7	119,9	467,2	-16,2	468,1	369,9
1994	16,6	88,8	217,5	35,3	1402,7	122,9	365,8	0,2	361,2	313,3
1995	28,4	63,1	194	68,6	1042,6	160,2	535,7	4,9	462,1	442,7
1996	11,3	27,8	88,3	11,6	842	115	313,1	-5,9	235,5	252,2
1997	3,3	10,1	76,5	-7,1	454,4	65,1	118	-7,3	71,8	73,9
1998	16,3	19,1	24,6	8,5	393,3	24,5	33,7	7	28,6	27,8
1999	20,3	26,2	22,6	11,8	190,8	21,6	25,1	14,1	31,2	24,2
2000	29,9	33,3	20,3	13,9	82,2	25,2	33,3	15,2	35,1	27
2001	27,4	32	22,8	13,3	48,9	19,3	37,5	14,9	35,8	28,8
2002	16,8	19,8	18,2	8,4	32,3	21,6	24,2	11,1	22,6	15,2

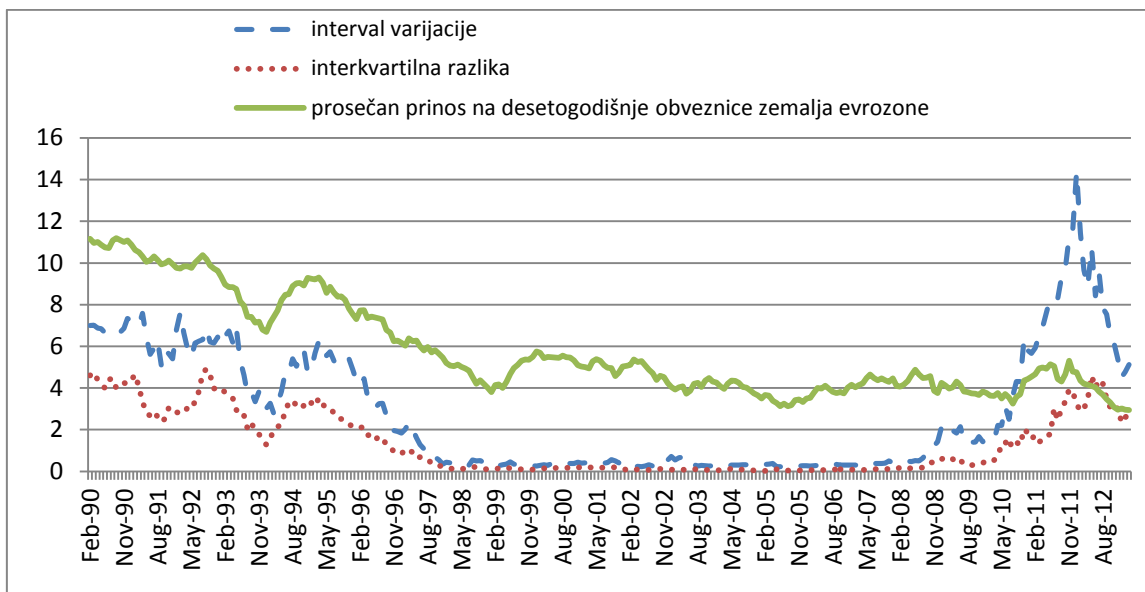
Izvor: Baele et al. (2004).

²⁹⁵ Striktno gledano, poređenje ovih disperzija nije do kraja korektno, jer je jedna izvedena na osnovu prinosa u nivou, a druga na osnovu spreadova u prinosima. Pribegavanje korišćenju spreadova u prinosima u analizi ima jednu pozitivnu stranu - delimično uklanjanje efekta nivoa (*potential level effect*). Ovaj efekat ukazuje da je volatilitet prinosa/kamatnih stopa pozitivno korelisan sa nivoom prinosa/kamatnih stopa.

U tabeli 27. dat je prikaz prosečnog spreda u prinosima desetogodišnjih obveznica po godinama i zemljama. Prateći kretanje prosečnog spreda po godinama uočava se njegovo prekomerno smanjenje kod određenih zemalja, kao što su Grčka i Španija. Ovako tanki spredovi nisu bili obeležje samo tržišta državnih obveznica u 2000-tim, već i drugih parcijalnih tržišta hartija od vrednosti. Potcenjivanje efektivnog rizika zemalja je nastavljeno sve do izbijanja finansijske krize.

Ocenu o disperziji prinosa državnih obveznica može upotpuniti slika 39. na kojoj je prikazan prosečan prinos obveznica najvažnijeg ročnog segmenta. Zanimljivo je da se u poslednjih desetak godina prosečan prinos stabilizovao na nivou od 4%, uprkos svim nepovoljnim okolnostima. Veoma niska interkvartilna razlika i interval varijacije ukazuju na nisku disperziju prinosa i visoku integraciju tržišta za desetogodišnje obveznice sve do kraja 2008. god. Interval varijacije u 2009. god. blago raste da bi eskalirao u 2010. god, a u 2011. god. se uzdigao do nivoa koji prelaze nivoe viđene početkom 1990-ih. Krajem 2011. god. je zabeležena njegova najveća vrednost od 14,36 procentnih poena²⁹⁶. U istom periodu interkvartilna razlika se povećala, ali nije prevazišla nivoe zabeležene početkom 1990-ih godina. Sudeći na osnovu ovih kretanja može se konstatovati da je fragmentacija u segmentu desetogodišnjih državnih obveznica bila izraženija u 2010. i 2011. god. nego u bilo kom drugom periodu u poslednje dve dekade. Ipak, ako se uzme u obzir da su dotične godine obeležene krizom suverenog duga, epilog drugačiji nije ni mogao biti.

²⁹⁶ Ako se prati prosečan rejting suverenog dugoročnog duga zemalja evrozone, prema rejtinzima koje je dodeljivala rejting agencija Standard & Poors, on je od 2001. do 2009. god. bio AA+, da bi od tada konzistentno opadao i početkom 2013. god. se kretao negde između A- i A. Inače, najveći interval varijacije je dobijen kao razlika između prinosa portugalskih i nemačkih obveznica, u trenutku kada je prinos na portugalske obveznice iznosio nešto preko 15%. Pri utvrđivanju intervala varijacije u obzir nije uzet prinos grčkih obveznica koji je u to vreme dostizao i preko 40%. Takođe, zbog nepotpunih podataka nisu uzeti u obzir još i prinosi kiparskih, estonskih, luksemburških, slovenačkih i malteških obveznica.



Slika 39: Prosečan prinos na desetogodišnje državne obveznice u evrozoni, njegov interval varijacije i interkvartilna razlika

Izvor: European Central Bank

Efekat prvobitne krize na tržište državnih obveznica je bio heterogen. U početnim fazama jasno je na finansijskom tržištu do izražaja došao efekat pomame za sigurnošću (*flight to safety*), po kojem se investitori u želji da smanje rizik preorijentišu sa rizičnijeg tržišta akcija na kupovinu državnih hartija od vrednosti. Istovremeno, investitori postaju prilježniji u oceni boniteta emitenata, što se zapaža i na tržištu državnih obveznica na kojem se vrši revalorizacija kreditnog rizika. Ona se može posmatrati preko tržišta kreditnih derivata. Na njemu se razvio poseban finansijski derivat koji pruža zaštitu od rizika neizvršenja obaveza po osnovu obveznica, u opštem slučaju bilo kog instrumenta duga. *Credit default swap*²⁹⁷ je vrsta ugovora kojim se kupac svopa obavezuje na izvršenje serije isplata prodavcu svopa, koji će u zamenu za ove isplate izvršiti jednokratnu isplatu kupcu svopa ukoliko dužnik po konkretnom instrumentu duga prestane sa servisiranjem svojih obaveza. Jednokratna isplata u slučaju obveznica je jednaka njihovoj nominalnoj vrednosti. Serija isplata kupca svopa ima karakter premije osiguranja, a tačan iznos se utvrđuje procentualno u odnosu na nominalnu vrednost obveznice i izražava se kao CDS spread ili premija (CDS

²⁹⁷ Više o CDS-u se može naći u Hull (2010).

spread/premia)²⁹⁸. Prema tome, CDS spread se može posmatrati kao premija za preuzeti kreditni rizik. Direktni test značajnosti nove procene kreditnog rizika zemalja na proširivanje spreada u prinosima njihovih obveznica je poređenje njegovog kretanja sa CDS spreadovima.

ECB (2010) navodi da se podudarno kretanje CDS spreada i spreada u prinosima u periodu 2008-2010. god. primećuje kod Austrije, Belgije, Grčke, Irske, Italije, Holandije, Portugala i Španije, što je potvrda tačnosti gore izloženog objašnjenja za proširenje spreada u prinosima. Najveće vrednosti CDS spreadova imale su Grčka i Irska, zemlje koje su imale i najveće budžetske deficite. Sa druge strane, CDS spread je bio relativno stabilan u uslovima krize kod Francuske i Finske, iako je došlo do rasta njihovog spreada u prinosima. Za ove zemlje promena rizika zemlje se ne može smatrati prihvatljivim objašnjenjem za kretanje spreada u prinosima. Interesantno je da se Austrija nije nalazila u grupi sa Francuskom i Finskom, premda su referentni pokazatelji stanja njenih javnih finansija, ukupan javni dug i budžetski deficit, upućivali na odličan učinak. Mogući uzrok za visoku vrednost CDS spreada je izloženost austrijskih banaka posebno osetljivom regionu centralne i istočne Evrope.

Širi vremenski okvir i detaljnija statistička analiza CDS spreadova, period januar 2006-avgust 2012, zajedno otkrivaju njihovu upadljivo nekonzistentnu vezu sa spreadom u prinosima i prinosima u nivou. Koeficijent korelacije između spreada u prinosima i CDS spreada je u analiziranom vremenskom periodu bio blizu vrednosti 1 u svim zemljama evrozone izuzev u Finskoj i Holandiji gde je bio nešto manji. Nasuprot ovom logičnom ishodu, koji je u nešto slabijem stepenu potvrđen i kod dve izdvojene zemlje, koeficijent korelacije između prinosa u nivou i CDS spreada je negativan za Austriju, Belgiju, Finsku, Francusku i Holandiju; dok je pozitivan za Španiju i Italiju, a blizu vrednosti 1 za Grčku, Irsku i Portugal. Vrednost koeficijenta je blizu -1 za Nemačku. Ovakav razvoj može se objasniti mehanizmom delovanja krize suverenog duga u evrozoni. Kreditni rizik svih zemalja u evrozoni raste, jer zemlje koje su usvojile zajedničku valutu i

²⁹⁸ Npr. ako je CDS spread 4% i nominalna vrednost obveznica 100 miliona € onda će godišnji trošak zaštite od rizika nesolventnosti dužnika po konkretnom instrumentu duga iznositi 4 miliona € (ovaj iznos može biti isplaćen u polugodišnjim ili kvartalnim ratama). Prilikom određivanja CDS spreada prodavac svopa bi trebalo da uzme u obzir stepen naplativosti nominalnog iznosa duga u slučaju nesolventnosti/stečaja dužnika.

određene mehanizme za održavanje njene stabilnosti oličene u preciznim pravilima za vođenje javnih finansija zajedno dele tu važnu odgovornost. Zbog toga se u prinosima u nivou može diferencirati komponenta koja odražava specifični rizik zemlje od komponente koja odražava sistematski (zajednički) rizik evrozone. U krizi suverenog duga taj rizik se prvenstveno ispoljavao kao rizik od sloma evrozone i mogućeg povratka na predašnje nacionalne valute.

Povišen rizik suverenog duga pokreće već pomenuti oblik ponašanja imenovan kao pomama za sigurnošću, koji praktikovan izolovano na tržištu državnih obveznica može da znači odustajanje od ulaganja u periferne zemlje evrozone i sklonost ka držanju obveznica zemalja koje čine čvrste stubove evrozone kod kojih je manje verovatno da će napustiti evro. Ovi tokovi vrše snažan pritisak nadole na nominalne prinose zemalja kao što je Nemačka i snažan pritisak nagore na nominalne prinose perifernih zemalja. Obzirom da će nemačke obveznice najviše koristiti izvući iz ovih tokova, njihov prinos će najviše pasti, iz čega dalje proishodi već pomenuta pozitivna korelacija između spreadova u prinosima i CDS spreadova. Logična konsekvenca ovih dešavanja je da pad prinosa stubišnih zemalja evrozone nije bio praćen padom spreadova u prinosima, već njihovim rastom. Ovde sada dolaze do izražaja dva oprečna kretanja koja vode negativnoj korelaciji. Sa jedne strane, to je rast rizika stubišnih zemalja koji je posledica rasta sistematskog rizika od raspada evrozone²⁹⁹ i koji se oslikava kroz rast CDS spreada. Sa druge strane, to je pad nominalnih prinosa koji je nastupio kao posledica pomame za sigurnošću. Posebno distorzivno deluje slučaj Nemačke kod koje je vrednost korelacije blizu -1, što je u potpunoj suprotnosti sa zdravim ekonomskim rezonom. Ipak, ako se ovaj izuzetan slučaj posmatra u kontekstu uspostavljanja novog ekvilibrijuma kamatnih stopa dolazi se do prihvatljivog objašnjenja za njegovo zbivanje.

Battistini, Pagano i Simonelli (2013) ukazuju da spread u prinosima ima svojstvo pouzdanog indikatora finansijske integracije samo kada se iz prinosa ukloni premija za rizik. Ova tvrdnja je svakako tačna, jer svaka razlika u prinosima obveznica koja potiče

²⁹⁹ Uslov za ovo rezonovanje je da promena rizika zemlje za zemlje evrozone sadrži u sebi zajedničku komponentu koja se statistički manifestuje kroz slaganje kretanja njihovih CDS spreadova.

iz razlika u percipiranom nivou kreditnog rizika³⁰⁰ pre odražava valjano delovanje sistema tržišne discipline nego opadanje nivoa integracije. U osnovi, pri korišćenju spreda u prinosima kao indikatora integracije nužno je razdvojiti deo ukupne premije za rizik koji služi kao kompenzacija za preuzimanje specifičnih rizika, svojstvenih određenoj finansijskoj aktivi, od dela premije za rizik čiji je smisao da kompenzuje investitore za ulaganje u određenu geografsko-ekonomsku regiju kojoj pripada emitent aktive. Korišćenje nefiltriranih prinosa koji još uvek inkorporiraju u sebi premiju za rizik, neminovno upućuje na veći stepen segmentacije tržišta od objektivno prisutnog.

Pored povećanja disperzije u prinosima, koje upućuje na diferencijaciju u nivoima kamatnih stopa, opažena je i divergencija prinosa kao veoma nepoželjno obeležje iz ugla integracije, u godini početka krize suverenog duga. U tabeli 28. su dati podaci o promenama u prinosima desetogodišnjih državnih obveznica u 2010. god³⁰¹.

Tabela 28: Promena u prinosima desetogodišnjih državnih obveznica u 2010. god.

	Promena u prinosima (u baznim poenima)
Austrija	-30
Belgija	25
Finska	-40
Francuska	-23
Nemačka	-50
Grčka	662
Irska	388
Italija	72
Holandija	-40
Portugal	263
Slovačka	-2
Španija	151

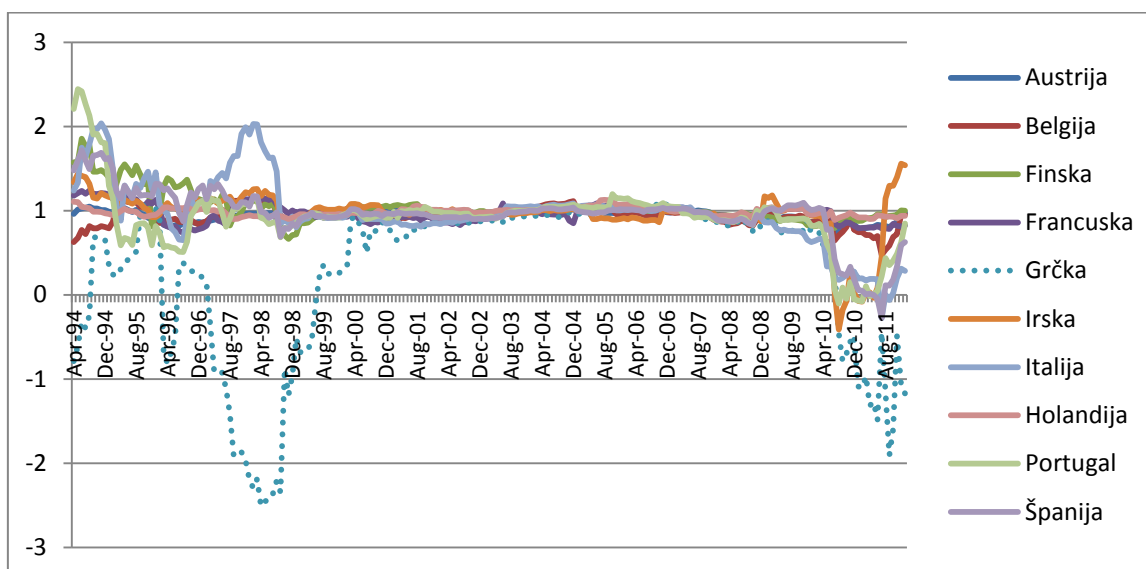
Izvor: ECB (2011).

³⁰⁰ Ovde je moguće uspostaviti analogiju sa prinosima municipalnih obveznica u SAD-u - čiji emitenti mogu biti savezne države, gradovi i druge pravno i geografski definisane celine sa jasnim nadležnostima i pripadajućim prihodima, tržištu koje je nesumnjivo perfektno integrisano. Za ovo tržište se ne bi moglo konstatovati da je segmentirano ukoliko municipalne obveznice različitih emitenata nose diferencirane prinose. Objašnjenje ove diferencijacije se svakako nalazi u različitim profilima rizika i u kreditnom riziku na prvom mestu.

³⁰¹ Proračunata je razlika u prinosima koje su odbacivale državne obveznice na dva datuma - 1. januar 2010. i 31. decembar 2010. god.

3.4.2.3. Pokazatelji zasnovani na vestima

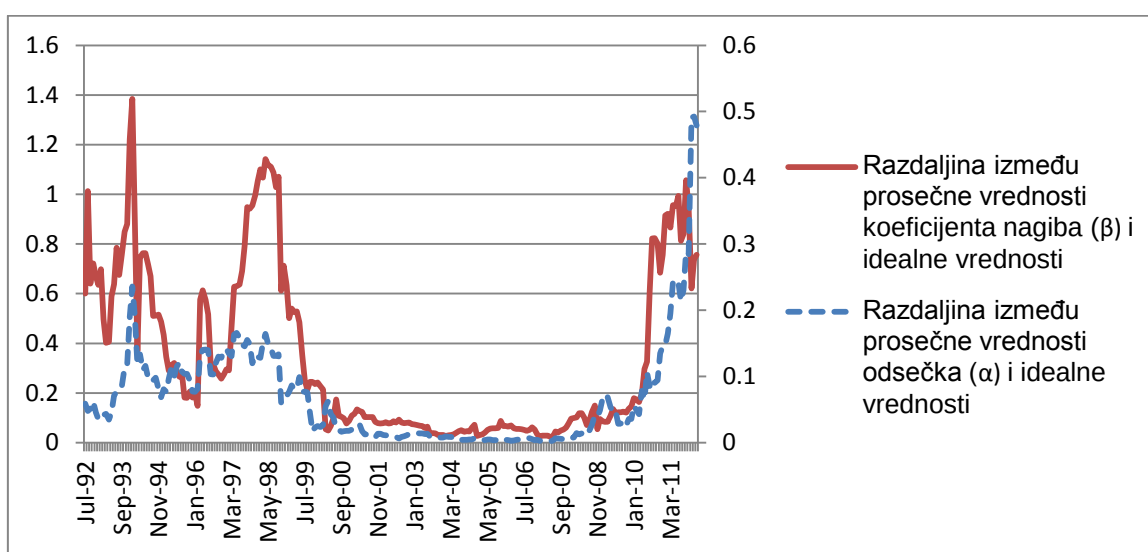
Pored mere disperzije spredova u prinosima kao generalnog, ali ne i idealnog, pokazatelja integracije koji pripada klasi indikatora zasnovanih na cenama, nivo integracije tržišta obveznica može da se izrazi i preko indikatora zasnovanih na vestima. Smisao ovih indikatora je procenjivanje u kolikoj meri prinosi obveznica reaguju na zajedničke, a u kolikoj na lokalne vesti. Sa tom svrhom se sprovodi regresija u kojoj se promene u prinosima državnih obveznica regresiraju na promene u prinosima referentne obveznice, pri čemu se pretpostavlja da su potonje promene prouzrokovane delovanjem zajedničkih faktora. Ishod svih realizovanih regresija jeste skup vrednosti odsečaka i beta koeficijenata (koeficijenti nagiba). Da bi se pratila dinamika promene ovih parametara sa protekom vremena primenjuje se regresija sa pokretnim vremenskim prozorima (*a moving regression technique*). U skladu sa njom, parametri se na početku procenjuju na osnovu podataka za prvih 18 meseci. Nakon toga se prozor pomera za jedan mesec unapred i jednačina se ponovo ocenjuje, a isti postupak se nastavlja sve do kraja analiziranog vremenskog perioda. Tako se dolazi do vremenske serije oba parametra za sve analizirane zemlje.



Slika 40: Beta koeficijent desetogodišnjih državnih obveznica

Izvor: European Central Bank

Slika 40. prikazuje dinamiku beta koeficijenta desetogodišnjih obveznica u vremenu za odabrane zemlje. Do 1998. god. vrednost koeficijenata je široko varirala, ali od tada počinje ubrzana konvergencija koja pojedinačne koeficijente usmerava ka jediničnoj vrednosti, što je nivo potpune integrisanosti. Određeno zakašnjenje u približavanju jediničnoj vrednosti se opaža jedino kod Grčke, obzirom da je ona tek 2001. god. pristupila evrozoni. Idilična slika gotovo potpune integracije je trajala sve do kraja 2008. god. kada se beleži selektivna divergencija vrednosti beta koeficijenata određenih zemalja od jedinične vrednosti.



Slika 41: Prosečno odstupanje beta koeficijenta i odsečka regresije promene prinosa desetogodišnjih državnih obveznica od idealnih vrednosti

Izvor: European Central Bank

Da bi se kompletirala slika o nivou integracije koju sugerise opisani model, na slici 41. je prikazano prosečno odstupanje svih odsečaka i beta koeficijenata, ocenjenih na osnovu prinosa desetogodišnjih obveznica, od njihovih idealnih vrednosti. Obe prosečne vrednosti su obračunate kao neponderisani proseci pojedinačno ocenjenih parametara, da bi potom od njih bile oduzete vrednosti 0 i 1, respektivno za odsečak i beta koeficijent. Kao što se na slici 41. može opaziti, veće prosečno odstupanje od idealne vrednosti je zabeležio beta koeficijent (leva skala) nego odsečak (desna skala). Ova slika upotpunjuje utisak koji proizvodi tabela 28. o suprotnosmernom kretanju prinosa državnih obveznica.

Međutim, model na osnovu koga su izvedene ocene parametara i konstruisani grafici 40. i 41. ne uzima u obzir razlike između prinosa, i njihovih kretanja, koje odražavaju razlike u kreditnom riziku između zemalja. Korigovani model kojim se prevazilazi slabost inicijalnog modela, a zbog koje je on precenjivao jačinu dezintegracije tržišta državnih obveznica, i koji uzima u obzir različit rizik zemalja ima sledeću formu:

$$\Delta R_{c,t} = \left(\alpha_{c,t} + \sum_{r \in \{AA+, \dots, A\}} \alpha_{r,t} D_{c,t}^r \right) + \left(\beta_{c,t} + \sum_{r \in \{AA+, \dots, A\}} \beta_{r,t} D_{c,t}^r \right) \Delta R_{ger,t} + \varepsilon_{c,t}$$

u kojoj je nova varijabla $D_{c,t}^r$ - veštačka varijabla za kreditni rejting (r) zemlje (c) u trenutku t . Njenim uključivanjem kontroliše se kreditni rizik kao faktor koji doprinosi varijacijama u reakciji prinosa konkretne državne obveznice na promenu prinosa nemačke obveznice. Iz načina uključivanja ove veštačke varijable u jednačinu jasno se vidi da ona utiče i na promenu vrednosti odsečka i beta koeficijenta. Model pretpostavlja da nijedan drugi faktor sem rizika zemlje, izraženog preko kreditnog rejtinga, ne utiče na promenu u prinosima obveznica.



Slika 42: Korigovani beta koeficijent i odsečak regresije promene prinosa desetogodišnjih državnih obveznica

Izvor: European Central Bank

Na slici 42. dati su rezultati ocenjenog izloženog modela. Za razliku od slike 41. prosečno odstupanje beta koeficijenta od idealne vrednosti je normalizovano na način da je od njega oduzeta jedinica, pa je referentna vrednost time postala 0 umesto 1. Prikaz odstupanja prosečne vrednosti odsečka od njegove idealne vrednosti nije pretrpeo promene. Utisak koji se stiče iz slike 42. je povoljniji nego iz slike 41. Polazna pretpostavka o slabljenju nivoa integracije je i ovde potvrđena, obzirom da prosečne vrednosti oba parametra znatnije odstupaju od svojih teorijskih idealnih vrednosti sa izbijanjem krize i tokom njenog trajanja i ispoljavanja u različitim oblicima. Opstajanje dela spreadova u prinosima i nakon njihove korekcije za kreditni rizik ukazuje na dejstvo drugih faktora koji objašnjavaju njihovo prisustvo. U narednim pasusima će se obrazložiti jedan od tih potencijalnih faktora - rizik likvidnosti.

Kao znak pozitivnog razvoja događaja može se navesti da se odstupanje prosečne vrednosti odsečka od njegove idealne vrednosti tokom vremena smanjuje, što nije bio slučaj u modelu čiji su rezultati izloženi na slici 41. Ova činjenica ukazuje da su odstupanja između prosečne vrednosti odsečka u inicijalnom i korigovanom modelu najvećim delom vremena bila izazvana različitim rizikom zemalja, a da je sama intenzifikacija krize u 2008. god. i početkom 2009. god. uvela neregularnosti u promene u prinosima koje sa tim rizikom nisu bile povezane³⁰². Rezultati korigovanog modela ukazuju da su vesti i događaji svojstveni pojedinačnim zemljama zauzeli važnije mesto u skorije vreme u determinisanju kretanja prinosa njihovih obveznica. Oni su stoga postali glavni pokretači divergencije prinosa i smetnja u postizanju idealistične integracije. Sa druge strane, činjenica da postoje takve razlike u kretanju prosečnih vrednosti odsečaka i beta koeficijenata između inicijalnog i korigovanog modela pokazuje da nije opravdano svaku divergenciju prinosa tumačiti kao znak pomanjkanja integriteta.

ECB (2013) ističe da je divergencija prinosa između zemalja zahvaćenih krizom i onih pošteđenih krize rezultat delovanja četiri faktora. Pre svega, divergencija je prirodan

³⁰² ECB (2011) je na bazi hronološkog praćenja grčke krize konstatovala da tržište sve do novembra 2009. god. nije upadljivo reagovalo, u smislu promene prinosa obveznica, na saopštenja o stanju javnih finansija Grčke, revizije prethodno iznetih saopštenja, kao ni obznanjene promene njenog kreditnog rejtinga. Međutim, od tada tržište burno reguje na svaku novu informaciju. Ova opservacija se uklapa u zaokret u kretanju prosečne vrednosti odsečka izvedenog iz korigovanog modela.

ishod promena u fundamentalnim varijablama koje determinišu prinose. Među njima se mogu izdvojiti: a.) stanje i održivost salda platnog bilansa, b.) saldo vladinog budžeta, c.) stanje bankarskog sektora, d.) povezanost i međuzavisnost bankarskog sektora i države i e.) politički rizik. Pogoršanje svake od ovih varijabli se transmituje na rast zahtevanih prinosa investitora prilikom ulaganja u obveznice određene zemlje. U periodu od 2010. god. posebno snažno je izraženo pogoršanje fundamenata među zemljama zahvaćenim krizom. To je uticalo na pad poverenja tržišnih učesnika i povlačenje prekograničnih investitora u njihove obveznice, što je dodatno produbilo jaz u prinosima između njih i zemalja koje nisu obuhvaćene krizom. Ipak, pozitivni koraci koji se oličavaju u uspostavljanju Evropskog stabilizacionog mehanizma³⁰³, kao trajnog mehanizma za upravljanje krizama, i zaključivanju Sporazuma o stabilizaciji, koordinaciji i upravljanju u martu 2012. god, poznatiji kao fiskalni kompakt³⁰⁴ (*fiscal compact*), poseduju snagu da ublaže divergenciju prinosa i povrate poverenje tržišnih učesnika.

Drugi faktor je averzija investitora prema riziku. U razdoblju 2002-2007. spred u prinosima nikada nije prešao granicu od 50 baznih poena, što je između ostalog bilo posledica opšteg odnosa investitora prema riziku, ali i percepcije da sve zemlje evrozone imaju identičan profil rizika. Određeni faktori, kao što su kreditni rejtinzi i saldo vladinog budžeta zemalja, su ukazivali da se pretpostavka o identičnom profilu rizika teško može prihvatiti. Uprkos tome, opšti milje je obeležavala visoka tolerancija na rizik koja se transponovala i na niske premije rizika. Sa događanjem krize, tolerancija na rizik je opala, investitori su postali reagibilniji na rizik, što je opšti milje odvelo u suprotno krajnost - preterena averzija prema riziku. Na određeni način, ovaj zaokret se može postaviti u širi vremenski okvir. Da bi u srednjem roku odnos prema riziku bio uravnotežen, na razdoblje široko potcenjenog rizika se neminovno nastavlja razdoblje u kome se rizik precenjuje. ECB (2009) argumentuje ovaj faktor korelacijom između prinosa Dow Jones EURO STOXX 50 indeksa i prinosa desetogodišnjih

³⁰³ ESM je dogovoren u martu 2011. god, s tim što je njegovo stupanje na snagu predviđeno za 1. jul 2013. god. Ovako velik rakorak između donošenja odluka i stupanja na snagu je rezultat kompleksne procedure koja predviđa usvajanje amandmana na Sporazum o funkcionisanju EU i ratifikaciju Sporazuma o osnivanju ESM-a od strane zemalja članica evrozone.

³⁰⁴ Cilj fiskalnog kompakta je da pooštri fiskalnu disciplinu preko uspostavljanja strožijeg nadzora javnih finansija i stipuliranja pravila uravnoteženog budžeta.

državnih obveznica. U normalnim okolnostima ovi prinosi ili nisu korelisani ili su blago pozitivno korelisani. Međutim, u vanrednim okolnostima, koje karakteriše percepcija povišenog nivoa rizika i neizvesnosti, oni postaju negativno korelisani. Negativna korelacija je simptom da deluje efekat pomame za sigurnošću, a najveća negativna korelacija je zabeležena između dotičnog indeksa i nemačkih obveznica. Pored toga, primećena je heterogenost korelacija sa drugim državnim obveznicama, koja je u načelu bila negativna ali sa različitim vrednostima. Ona je posledica diskriminacije državnih obveznica u skladu sa njihovim imanentnim specifičnim rizicima, pa je u slučaju grčkih i portugalskih obveznica tako zabeležena pozitivna korelacija.

Treće, nije rizik zemlje jedini relevantan za determinisanje prinosa na obveznice. Investitorima u obveznice su relevantni i drugi rizici, među kojima se po svom uticaju i snazi posebno ističe rizik likvidnosti. U periodima povišene neizvesnosti investitori se okreću visokolikvidnim obveznicama čiji emitenti su stabilne zemlje sa visokim kreditnim rejtingom. Realokacija investicija u hartije od vrednosti, iz obveznica sumnjivih zemalja u obveznice stabilnih zemalja, izaziva pad prinosa kod potonjih i rast prinosa kod prvopomenutih zemalja. Ovakvo ponašanje investitora uslovljava rast spreda u prinosima. Esencijalno testiranje veličine uticaja rizika likvidnosti je moguće sprovedi ako se razmatraju prinosi obveznica sa identičnim nivoom kreditnog rizika, jer se time on uspešno apstrahuje. Ovo je najefikasniji način razdvajanja rizika likvidnosti od kreditnog rizika. Što je rizik likvidnosti relevantniji, to je relativni udeo premije za likvidnost u ukupnom prinosu obveznice viši. ECB (2010)³⁰⁵ je sprovedla analizu u koju je pored nemačkih i francuskih obveznica uključila i obveznice nemačkog KfW-a (*Kreditanstalt für Wiederaufbau*) i francuskog CADES-a (*Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale*)³⁰⁶. Obzirom da iza obveznica ovih institucija stoji kredibilitet države, one se sa aspekta kreditnog rizika izjednačavaju sa regularnim državnim obveznicama, što potvrđuje i njihov kreditni rejting. Razlika koja bi postojala između prinosa obveznica

³⁰⁵ Isti pristup je korišćen u Longstaff (2004) i Schwarz (2009).

³⁰⁶ KfW je nemačka razvojna banka osnovana sa ciljem pružanja finansijske podrške projektima iz oblasti sektora malih i srednjih preduzeća, stambene izgradnje, infrastrukture i zaštite životne sredine. CADES je poseban fond osnovan 1996. god. sa zadatkom da upravlja akumuliranim dugom državnog sistema socijalnog osiguranja. Ciljevi i aktivnosti ovih institucija su različiti, ali obveznice koje oni emituju nose s sobom eksplicitne i potpune državne garancije. Ove organizacije se izdvajaju još po tome što su to najveće javne agencije u evrozoni po kriterijumu vrednosti emitovanih obveznica, a zbog širokog spektra njihovih rokova dospeća moguće je formirati krivu prinosa.

ovih institucija, koji je nešto viši, i regularnih državnih obveznica, koji je nešto niži, može da se tumači kao mera premije za likvidnost. Kako je od interesa u ovoj analizi razlika u likvidnosti između francuskih i nemačkih obveznica, tako se vrši komparacija njihovog spreda u prinosima i spreda CADES-ovih i KfW-ovih obveznica. Sa izbijanjem krize u 2008. god. spred prinosa francuskih i nemačkih obveznica beleži svoj vrhunac, dok CADES-KfW spred ostaje stabilan³⁰⁷. On se tumači kao dokaz da do relativne promene kreditnog rizika ovih zemalja u posmatranom periodu nije došlo. Prema tome, razlika u prinosima između francuskih i nemačkih obveznica ima isključivo uporište u njihovom različitom nivou likvidnosti, koji ide u korist nemačkih obveznica. Ovo dalje implicira da bi svaka fluktuacija spreda između francuskih i nemačkih obveznica sa protekom vremena mogla da se interpretira kao mera evolucije i izražajnosti rizika likvidnosti na tržištu³⁰⁸.

Četvrto, ne sme se prenebregnuti dubok uticaj fundamentalne krize nepoverenja u evrozoni. Povišene tenzije i neizvesnosti na tržištu podstiču učesnike da pomamno reaguju na novoprispele informacije i time izazivaju rast volatilnosti koji na njih ostavlja dojam potvrde o njihovoj ispravnoj percepciji lošeg stanja na tržištu. U ovom smislu, teško se može očekivati da tržišne snage samostalno mogu razrešiti problem izgubljenog poverenja i pesimističnih očekivanja. Ovaj poslednji faktor inkorporira u sebe onaj jaz u prinosima koji se ne može objasniti delovanjem prethodna tri faktora, a proizlazi iz karaktera opšteg okruženja. Za razrešenje ovoga faktora presudnu ulogu imaju nosioci ekonomske i monetarne politike, koji svojim merama mogu obuzdati iracionalno ponašanje i nepoverenje učesnika. ECB je odlukom da prihvati obavezu sprovođenja direktnih monetarnih intervencija umirujuće delovala na tržišni sentiment.

Sumarno gledano, u 2010. i 2011. god. su nastupili teški trenuci za integraciju tržišta državnih obveznica. Oni su se delimično prelili i na 2012. god. u kojoj su se na udaru našle sve zemlje koje nisu imale vrhunski AAA rejting. Visoko naglašena segmentacija je konačno počela da uzmiče u drugoj polovini 2012. god. sa najavom sprovođenja

³⁰⁷ U obzir su se uzele dvogodišnje i desetogodišnje obveznice. Najviši spred u prinosima francuskih i nemačkih dvogodišnjih obveznica je iznosio 33 bazna poena, a desetogodišnjih 54 bazna poena. Za to vreme CADES-KfW spred za obe ročnosti se kretao oko 10 baznih poena.

³⁰⁸ Nažalost, ovaj oblik pretrage veličine premije za likvidnost nije moguće sprovesti kod preostalih zemalja zbog nedostatka obveznica koje emituju javne agencije.

direktnih monetarnih intervencija. Pokazatelji integracije tržišta državnih obveznica zasnovani na kvantitetima će biti razmatrani u narednoj tački u sklopu zajedničkog razmatranja integracije tržišta državnih i korporativnih obveznica.

3.4.3. Tržište korporativnih obveznica

3.4.3.1. Osnovna obeležja tržišta korporativnih obveznica

Tržište korporativnih obveznica je u poređenju sa tržištem državnih obveznica u periodu pre uvođenja evra bilo slabije razvijeno. Na njemu su dominirale obveznice emitovane od strane monetarno finansijskih institucija koje su bile visoko rangirane od strane rejting agencija. Ipak, od tada nastaju krupne promene na ovom segmentu tržišta koje su dovele do toga da tržište korporativnih obveznica po svojoj veličini prevaziđe tržište državnih obveznica. O ovome svedoče podaci prikazani u Tabeli 26. u prethodnoj tački rada.

Uvođenje evra je bila fundamentalna strukturna promena koja je podstakla integraciju ovog tržišta. Koristi od napretka u integraciji pritiču kako investitorima tako i emitentima. Investitori dobijaju bolje uslove za konstrukciju portfolija obveznica koji sada više odgovara njihovim ciljevima i očekivanjima. Izvodljivost da se konstruiše željeni portfolio, lakoća sa kojom se vrše investicije u inostrane obveznice i disperzija rizika koja sa tim ide obaraju premiju za rizik koju investitori zahtevaju. Obaranje premije ide u prilog emitentima čiji troškovi servisiranja duga zbog toga padaju. Izvedene koristi od veće orijentacije na integrisano tržište obveznica, pored nižih troškova finansiranja, su diversifikacija izvora korporativnog finansiranja³⁰⁹ i smanjenja zavisnost od domaćih kreditora. Diversifikacija izvora korporativnog finansiranja jača finansijsku otpornost kompanija na nepovoljne faze poslovnih ciklusa i bankarske krize. Takođe, kao što je u uvodnoj glavi rada komentarisano, tržište obveznica je visoko efikasan mehanizam za realizaciju koncepta tržišne discipline³¹⁰.

³⁰⁹ U slučaju nefinansijskih kompanija ima se u vidu jačanje finansiranja preko tržišta obveznica kao alternativa finansiranju preko banaka, dok se kod monetarno finansijskih institucija u vidu ima relativizacija depozitnih izvora finansiranja kao preovlađujućeg oblika.

³¹⁰ U bankarskoj delatnosti se visoka važnost u sprovođenju tržišne discipline pripisuje nosiocima subordiniranog duga, koji je najčešće predstavljen subordiniranim obveznicama. Vlasnici akcija, zbog svog rezidualnog prava na stečajnu/likvidacionu vrednost banke, ispoljavaju veću sklonost ka prihvatanju

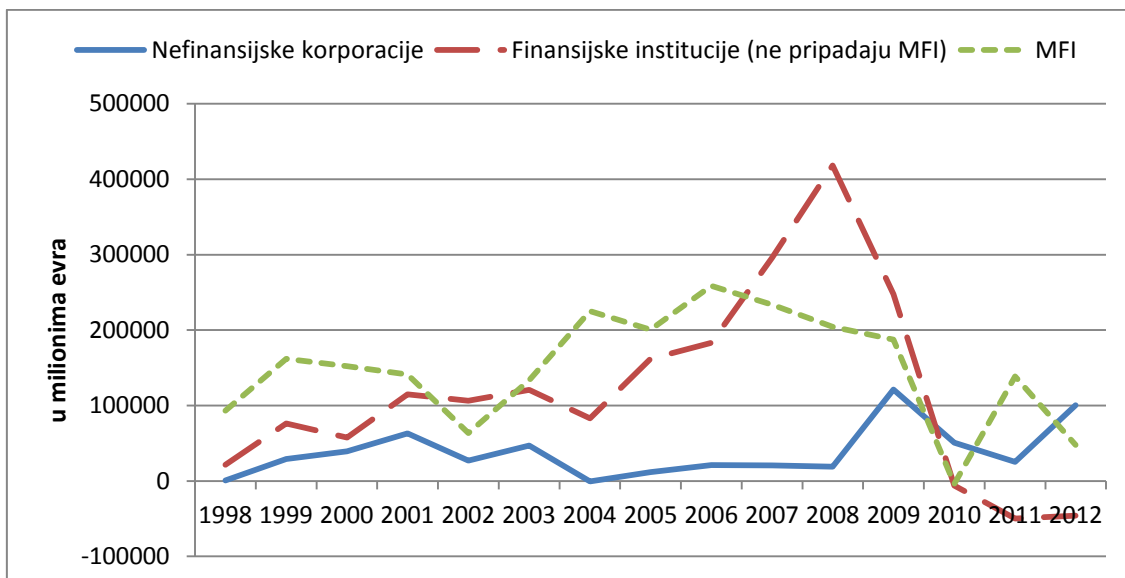
Hartmann et al. (2003) ističu dve reakcije tržišta obveznica na uvođenje evra. Prva se odnosi na znatan skok u vrednosti neto emisije obveznica³¹¹ za sve tri klase emitenata - MFI, finansijske institucije (izvan MFI) i nefinansijske korporacije u 1999. god. u odnosu na 1998. god. Drugo, do prekida apsolutne dominacije MFI u vrednosti neto emisije obveznica dolazi u 2001. god. u kojoj zbirno preostale dve klase emitenata odnose prevagu - 171 milijarda evra spram 148 milijardi evra. Period 1999-2001 je bio obeležen vanrednim događajima koji su povoljno delovali pogotovo na emisiju obveznica od strane nefinansijskih korporacija. Među njima se izdvajaju korporativna restrukturiranja praćena talasom merdžera i akvizicija, inicijalne javne ponude i aukcije licenci za operatore mobilne telefonije³¹². Svi oni su snažno delovali na rast emisije obveznica. Autori kao što su Rajan i Zingales (2003) su smatrali da ova dešavanja neumitno vode evoluciji finansijskog sistema u evrozoni od modela zasnovanog na poslovnim bankama ka modelu zasnovanom na finansijskim berzama. Ipak, ako se pogleda kretanje neto emisije obveznica sortirano po klasama emitenata na slici 43, može se zaključiti da se ova očekivanja nisu ostvarila. Neto emisija nefinansijskih korporacija je u posmatranom periodu bila više vođena vanrednim jednokratnim događajima nego eksplicitnom preferencijom ovih emitenata za finansijske berze³¹³. Npr. skok neto emisije u 2009. god. je više bio posledica privremenih slabosti nacionalnih bankarskih sistema nego nedvosmislenog opredeljenja za supstituciju bankarskog finansiranja. U 2012. god. je takođe zabeležen vanredan skok neto emisije obveznica od nešto preko 100 milijardi evra.

rizika što je u suprotnosti sa suštinom koncepta tržišne discipline. U situacijama u kojima je vrednost akcijskog kapitala relativno niska, njihova motivacija bi bila da se preuzmu dodatni rizici jer u slučaju povoljnog ishoda oni prisvajaju znatne koristi, dok u slučaju negativnog ishoda nemaju mnogo da izgube. Deponenti se u pogledu svoje sposobnosti da vrše tržišnu disciplinu ne razlikuju mnogo od akcionara, zbog institucije osiguranja depozita i manjka kompetentnosti. U takvoj konstalaciji odnosa nosioci subordiniranog duga su optimalna opcija za sprovođenje tržišne discipline. Više o delovanju tržišne discipline u bankarskoj delatnosti može se naći u ECB (2005).

³¹¹ Neto emisija obveznica je razlika između vrednosti ukupno emitovanih obveznica u određenom periodu (bruto emisija) i dospelih obveznica u istom periodu. Neto emisija ukazuje na prirast vrednosti ukupno emitovanih (nedospelih) obveznica.

³¹² Telekomunikacione kompanije su emisijom obveznica prikupljale neophodna sredstva za plaćanje pobedom na aukciji obezbeđenih licenci.

³¹³ Emisije na tržištu akcija nisu direktno razmatrane u ovoj tački, ali one takođe podupiru isti zaključak.



Slika 43: Neto emisija korporativnih obveznica prema tipu emitenta

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka ECB-a

Baele et al. (2004) ističu da je jedna od odlika tržišta korporativnih obveznica nakon uvođenja evra rast emisija obveznica sa visokim, ali ne i prvoklasnim kreditnim rejtingom. Među njima prednjače obveznice sa rejtinzima A i BBB. Pre uvođenja evra, obveznice sa rejtingom BBB su bile veoma retke, pa je njihova vrednost u 1998. god. iznosila svega 3 milijarde evra, da bi se za samo 5 godina popela na 182 milijarde evra³¹⁴. U ovom rastu najveći značaj su imale nefinansijske korporacije. Pored porasta njihove vrednosti, zabeležen je i izuzetan rast likvidnosti ovih obveznica³¹⁵.

Moody's (2006) potvrđuje zaključak o proliferaciji obveznica sa rejtinzima A i Baa³¹⁶ u Evropi. Podaci sa kojima je ova rejting agencija izašla odnose se ne samo evrozoni već i na ostatak EU, kojoj je dodata i Rusija. Oni pokazuju kretanje broja korporativnih obveznica razvrstanih prema rejting kategorijama u vremenskom razmaku 1985-2005.

³¹⁴ Ovi podaci se ne odnose na sve relevantne obveznice denominirane u evrima i emitovane od strane rezidenata evrozone, već na 2215 obveznica uključenih u Merrill Lynch EMU indeks korporativnih obveznica koji se koristi kao adekvatna aproksimacija.

³¹⁵ Baele et al. (2004) su procenjivali likvidnost na osnovu udela obveznice kojima se nije trgovalo u vremenskom intervalu od četiri nedelje. U 1998. god. udeo takvih obveznica je varirao između 60% i 80%, da bi se od 2000. spustio na ispod 20%, što je uporedivo sa udelom koji je karakterističan za druge rejting kategorije.

³¹⁶ Ovi rejtinzi su pandan S&P-ovim rejting kategorijama A i BBB.

god. Iz tabele 29. evidentno je širenje tržišta kapitala u smislu povećanja broja emitenata, ali i rast varijeteta rejting kategorija dodeljenih obveznicama.

Tabela 29: Raspored rangiranih korporativnih obveznica evropskih emitenata po rejting kategorijama³¹⁷

	1985	1990	1995	2000	2003	2004	2005
Aaa	17	57	52	62	61	65	65
Aa	2	77	154	249	246	253	274
A	10	43	179	330	390	374	398
Baa	1	2	31	131	192	224	223
Ba	1	3	13	35	52	64	72
B	1	1	8	63	68	93	98
Caa-C	0	0	1	20	21	14	25
Investicione kategorije	30	179	416	772	889	916	960
Špekulativne kategorije	2	4	22	118	141	171	195
Ukupno	32	183	438	890	1030	1087	1155

Izvor: Moody`s (2006).

U pogledu relativnog značaja obveznica kao izvora finansiranja za MFI, ECB (2007) iznosi relevantne podatke. U proseku su obaveze po osnovu obveznica činile oko 15% vrednosti ukupnih obaveza MFI. Obveznice čine oko 90% svih dužničkih hartija od vrednosti koje emituju MFI. Među njima se pravi razlika u zavisnosti od toga da li nose fiksnu ili varijabilnu kamatnu stopu. Sa protekom vremena, MFI su počele relativno više da se oslanjaju na obveznice sa varijabilnim kamatnim stopama čiji je udeo u ukupnoj vrednosti obveznica u 2006. god. bio blizu 40%.

Ova izražena orijentacija prema odnosnim obveznicama se može objasniti pomoću tri pogodnosti. Prva se odnosi na njihovu jednostavnost i uštedu u troškovima koji nastaju po osnovu emisije novih kratkoročnih hartija od vrednosti kada prethodno emitovane dospeju na isplatu. MFI tako više nisu primorane na frekventno refinansiranje. Drugo, one rasterećuju MFI od neizvesnosti u pogledu spremnosti tržišta da prihvati nove emisije hartija u budućnosti. Treće, one dovode u ravnotežu karakteristike plasmana MFI sa karakteristikama njihovih izvora sredstava. Na taj način MFI mogu fiksirati neto kamatne prihode kroz fiksiranje razlike između cene izvora sredstava i kamatnih stopa

³¹⁷ Apstrahuje se detaljnije razvrstavanje unutar navedenih rejting kategorija. Npr. svodno se pod rejtingom kategorijom Baa obuhvataju tri efektivne rejting kategorije - Baa1, Baa2 i Baa3.

na svoje plasmane, što pojednostavljuje poslovanje i planiranje, a efektivno smanjuje nivo kamatnog rizika. Podaci potkrepljuju poslednju pogodnost. U zemljama u kojima je udeo obveznica sa varijabilnom kamatnom stopom visok, udeo kreditnih plasmana sa varijabilnom kamatnom stopom je relativno viši. U ove zemlje spadaju: Italija, Finska, Španija, Portugal, Austrija i Luksemburg. Sa druge strane, u zemljama u kojima je udeo obveznica sa fiksnom kamatnom stopom viši, veći će biti udeo kreditnih plasmana sa fiksnom kamatnom stopom³¹⁸. U ove zemlje spadaju Nemačka i Holandija. Kao izuzeci se pojavljuju Francuska i Belgija. Belgija ima visoko učešće plasmana sa varijabilnom kamatnom stopom i nisko učešće obveznica sa istovetnom stopom. Kod Francuske je stanje obratno. Ona ima visoko učešće obveznica sa varijabilnom kamatnom stopom i visoko učešće plasmana sa fiksnom kamatnom stopom. Status izuzetka u slučaju Francuske može da bude rezultat praktikovane poslovne rutine od strane francuskih banaka, koje ulaze u kamatne svopove i tako konvertuju svoje obaveze sa varijabilnim troškovima u obaveze sa fiksnim troškovima. Ako je ovo slučaj, onda bi bilo opravdano Francusku svrstati u grupu sa Nemačkom i Holandijom.

Oko 33% svih obveznica čine pokrivene obveznice (*covered bonds*). Sledeći svoju višedecenijsku tradiciju (tzv. *Pfandbriefe*), od svih zemalja evrozone najveći iznos pokrivenih obveznica je emitovan u Nemačkoj, premda se taj iznos sukcesivno smanjuje pa je u 2006. god. pao ispod 1 biliona evra. Najsnažniji rast iznosa emitovanih pokrivenih obveznica je zabeležen u Španiji, koja je u 2005. god. pretekla Francusku i pozicionirala se na drugo mesto zemalja evrozone po iznosu pokrivenih obveznica, ali je u apsolutnom izrazu ovaj iznos tek jedan sedmi deo iznosa u Nemačkoj. Ovo delimično odražava uspon građevinske delatnosti u Španiji i posledično rekonfigurisanje kreditnog portfolija španskih banaka u korist hipotekarnih kredita³¹⁹, što im je otvorilo mogućnost za aktivaciju niskotroškovnog instrumenta refinansiranja -

³¹⁸ Prema statistici ECB-a, kreditni plasmani MFI se ne razvrstavaju eksplicitno na one sa fiksnom i one sa varijabilnom kamatnom stopom. Dodatni kriterijum za klasifikaciju je dužina inicijalnog perioda u kojem je kamatna stopa fiksirana. Što je taj period kraći, plasman se može tretirati kao plasman sa varijabilnom kamatnom stopom, a što je duži kao plasman sa fiksnom kamatnom stopom. Osnovna vremenska jedinica u odnosu na koji se odmerava trajanje fiksiranosti kamatne stope je jedna godina.

³¹⁹ Pored hipotekarnih kredita kao garancija urednog servisiranja obaveza po pokrivenim obveznicama često se koriste i krediti javnom sektoru, krediti za brodogradnju i drugi slični kredit koji su praćeni kvalitetnim sredstvom obezbeđenja.

pokrivenih obveznica. Rok dospeća ovih obveznica je 2-10 godina. One u najvećem broju slučajeva poseduju vrhunski AAA kreditni rejting.

Ipak, najimpresivnije zbivanje na tržištu korporativnih obveznica bila je emisija od strane finansijskih institucija koje nisu kategorizovane kao MFI. Na slici 43. može se primetiti njihov istrajan rast u prvoj polovini 2000-ih, da bi u njihovoj sredini došlo do eksplozivnog rasta neto emisije njihovih obveznica koja je u 2008. god. prešla granicu od 400 milijardi evra. Ekspanzija ovog najbrže rastućeg segmenta tržišta obveznica povezuje se sa procesom sekjuritizacije³²⁰, tako da najveći deo ovih obveznica čine hartije od vrednosti emitovane na osnovu založene imovine³²¹ - po pravilu određenog tipa finansijske aktive. One su u 2006. god. činile 3/4 svih obveznica koje je emitovao sektor finansijskih institucija koje nisu kategorizovane kao MFI. U periodu 2000-2005. prosečan rast bruto emisije ovih obveznica bio je dva puta veći nego kod emisije obveznica MFI, a čak šest puta u odnosu na emisiju obveznica nefinansijskih korporacija. Zemlja sa najvećim iznosom emitovanih dotičnih obveznica je Španija. Ovo je rezultat do kraja definisanog pravnog okvira i podrške koja je procesu sekjuritizacije pružana od strane države. U tabeli 30. dat je prikaz iznosa emitovanih obveznica denominiranih u evrima po zemljama, odnosno prema rezidentnosti SPV-a, sa stanjem u novembru 2006³²².

³²⁰ Više o sekjuritizaciji pogledati u Šoškić i Živković (2007).

³²¹ U tom smislu postoje sličnosti između pokrivenih obveznica i obveznica emitovanih na osnovu založene imovine. Prvi slučaj se često naziva bilansnom sekjuritizacijom, obzirom da vlasništvo nad aktivom koja služi kao zaloga ostaje kod MFI. Za drugi slučaj se koristi termin vanbilansna sekjuritizacija, obzirom da vlasništvo nad založenom aktivom prelazi sa MFI na specijalno namensko pravno lice (*special purpose vehicle- SPV*) koje potom vrši emisiju obveznica. U određenom smislu pokrivene obveznice su manje rizične jer njihovo servisiranje zavisi od solventnosti emitenta i nije povezano sa performansama i urednošću servisiranja pula finansijske imovine koja služi kao njihovo sredstvo obezbeđenja. Urednost servisiranja obveznica emitovanih na osnovu založene imovine zavisi prvenstveno od performansi te imovine. Kao što je navedeno u Šoškić i Živković (2007), postoje instrumenti kojima se rejting ovih obveznica može poboljšati čime urednost servisiranja obaveza po osnovu njih prestaje da bude isključiva funkcija performansi založene imovine.

³²² Do sličnih, ali ne i sasvim identičnih, rezultata bi se došlo i da je kriterijum za klasifikaciju bio poreklo založene imovine, umesto rezidentnosti SPV-a.

Tabela 30: Nominalni iznos obveznica emitovanih na osnovu založene imovine

Emitent iz evrozone	Iznos	Emitent izvan evrozone	Iznos
Španija	336,00	Velika Britanija	58,39
Italija	148,59	SAD	20,35
Holandija	113,23	Džersi	19,51
Irska	57,82	Kajmanska ostrva	9,49
Luksemburg	24,95	Australija	6,58
Francuska	19,40	Holandski Antili	2,56
Belgija	5,47	Britanska Devičanska ostrva	0,65
Portugal	2,43	Švedska	0,56
Austrija	2,37	Gernzi	0,44
Nemačka	1,55	Češka	0,42
Grčka	0,11	Island	0,37
Finska	0,01	Danska	0,36
		Ostalo	0,73
Ukupno	711,91	Ukupno	120,40

Izvor: ECB (2007)

Podaci iz tabele 30. za zemlje koje pripadaju evrozoni otkrivaju određene specifičnosti. Prva se odnosi na veoma mali udeo Nemačke. Sa druge strane, ako bi se klasifikacija emitovanih obveznica načinila prema kriterijumu porekla založene imovine, Nemačka bi bila četvrtorangirana zemlja³²³. Ovo je najveća promena koja nastaje u rang listi zemalja evrozone u odnosu na onu prezentovanu u tabeli 30. Time se potvrđuje da je Nemačka važna za proces sekjuritizacije u Evropi, ali i da nije povoljno mesto za osnivanje SPV-a. Imajući u vidu veličinu nemačke privrede ovo još uvek nije adekvatan rezultat. Dodatni razlog za nedovoljno rasprostranjenu sekjuritizaciju u Nemačkoj može da bude razvijeno tržište pokrivenih obveznica. MFI iz Nemačke mogu da optiraju između pokrivenih obveznica i obveznica emitovanih na osnovu založene imovine kada odlučuju o optimalnoj opciji izvora finansiranja. Evidentno je da se tradicionalno daje prednost prvoj opciji, koja apsorbuje najveći deo hipotekarnih kredita koji se mogu potencijalno iskoristiti u drugoj opciji. Optiranje između dve dotične vrste obveznica je razlog za prevagu druge opcije u Italiji i Holandiji, koje nemaju razvijeno tržište pokrivenih obveznica. Druga specifičnost je da se izdvajaju određene zemlje evrozone koje su povoljno mesto za sprovođenje sekjuritizacije, kao što su Irska i Luksemburg.

³²³ Podatak se odnosi na bruto emisiju obveznica u periodu od četvrtog kvartala 2005. god. do trećeg kvartala 2006. god.

Ovo se može posmatrati u širem kontekstu, jer se kao značajna mesta u kojima se osnovaju SPV-ovi izvan evrozone takođe pojavljuju mali finansijski centri kao što su Džersi i Kajmanska ostrva.

Kada se posmatra tip imovine koja je založena da bi se na osnovu nje emitovale obveznice, dve vrste imovine se izdvajaju. Na prvom mestu sa učešćem od 66,5% su hipotekarni krediti, što uključuju stambene kredite i kredite za poslovni prostor. Na osnovu njih emituju se hipotekarne založnice (*mortgage backed securities*). Na drugom mestu se nalaze obveznice i krediti (izuzev hipotekarnih kredita) sa učešćem od 19,2%. Na osnovu njih se emituju obaveze kolateralizovane obveznicama³²⁴ (*collateralised bond obligations*) i obaveze kolateralizovane kreditima³²⁵ (*collateralised loan obligations*). Obe vrste obaveza se zajednički zovu obavezama kolateralizovanim instrumentima duga (*collateralised debt obligations*). Preostali deo otpada na potraživanja po osnovu lizinga, duga po kreditnim karticama, potraživanja od kupaca³²⁶ i sl.

Nažalost, ekstravagantan rast obveznica poteklih iz sekjuritizacije je okončan u 2009. god, a od 2010. god. se neto emisija obveznica finansijskih institucija koje nisu kategorizovane kao MFI nalazi u negativnoj zoni upravo iz tog razloga.

Konačno, obveznice su za nefinansijske korporacije i njihovo finansiranje važne približno koliko i za MFI. Oko 15% ukupnih dužničkih obaveza nefinansijskih korporacija čine obaveze po dužničkim hartijama od vrednosti. Ovaj procenat ukazuje na nizak značaj finansiranja nefinansijskih korporacija preko finansijskog tržišta. Obzirom da jedan deo ovih korporacija koristi finansijske kompanije³²⁷ u svom apsolutnom vlasništvu kako bi prikupio sredstva emisijom obveznica, moguće je da je značaj finansijskih tržišta ipak nešto veći za njih nego što to prvonavedeni podatak implicira. Između ostalog, relativan rast obveznica denominiranih u evrima emitovanih

³²⁴ Verodostojniji prevod ovog finansijskog instrumenta bi bio obveznice kolateralizovane obveznicama.

³²⁵ Među njima su posebno postali popularni krediti kojima se finansiraju troškovi merdžera i akvizicija (*leveraged loans*).

³²⁶ Misli se na potraživanja koja preduzeća imaju prema svojim kupcima, koji mogu biti individualni ili poslovni.

³²⁷ Ove institucije su klasifikovane kao finansijske institucije koje nisu kategorizovane kao MFI.

od strane nefinansijskih korporacija sa sedištem u zemljama koje ne pripadaju evrozoni je bio impresivniji nego kod nefinansijskih korporacija iz evrozone. Tabela 31. otkriva ročni profil emitovanih obveznica po zemljama.

Tabela 31: Prosečan rok dospeća obveznica nefinansijskih preduzeća

	1999-2007	2008	2009	2010	2011
Belgija	12,4	6,0	8,7	6,0	7,1
Nemačka	4,7	5,1	5,9	5,0	4,8
Irska	8,8	9,0	7,0	8,4	9,0
Grčka	7,8	5,0	7,5	8,5	5,8
Španija	7,3	10,1	8,0	6,2	9,2
Francuska	6,3	6,7	7,5	9,2	8,3
Italija	8,5	8,8	8,9	8,3	7,3
Luksemburg	7,5	5,7	8,9	11,2	10,2
Holandija	7,6	9,7	8,3	8,6	8,7
Austrija	7,6	5,3	7,3	8,1	7,8
Portugal	7,5	7,2	7,8	7,8	7,0
Finska	6,8	5,0	8,0	5,7	6,1

Izvor: ECB (2012)

Primećuje se da prosečan rok dospeća varira kako među zemljama tako i u vremenu za svaku pojedinačnu zemlju. Prosečan rok dospeća nemačkih obveznica je bio najstabilniji, a sličnu stabilnost beleži i Holandija. U 2011. u odnosu na 2010. zabeleženo je smanjenje prosečnog roka dospeća kod Francuske i Italije, dok je kod Španije za 50% produžen rok dospeća u istom periodu. Posmatrajući sve zemlje, prosečan rok dospeća je bio najniži u Nemačkoj. Stagnacija i smanjenje prosečnog roka dospeća obveznica, kao instrumenta dugoročnog duga, su praćeni smanjenjem odnosa kratkoročnog i dugoročnog duga. Ovo je dobar znak sa stanovišta strukture izvora finansiranja nefinansijskih korporacija. Finansijsko tržište je postalo dragocen izvor finansiranja tokom finansijske krize kada su se nefinansijske korporacije, kako zbog povoljnih uslova za emisiju tako i zbog stegnutosti banaka, odlučile da emituju znatne iznose obveznica.

3.4.3.2. Pokazatelji zasnovani na cenama

Za ocenu stepena integracije tržišta korporativnih obveznica koriste se indikatori zasnovani na cenama i na kvantitetima. Kao što je u tački posvećenoj razmatranju teorijsko-metodoloških osnova indikatora finansijske integracije već bilo naglašeno, direktna komparacija prinosa na korporativne obveznice ne daje zadovoljavajuće rezultate. Uzrok tome je što prinosi inkorporiraju u sebe premije za raznorodne rizike koji se različitim intenzitetom ispoljavaju kod pojedinačnih obveznica. Zato je neophodno sprovesti proceduru koja je izložena u navedenoj tački kako bi se iz prinosa uklonio uticaj svih determinišućih faktora. Među tim faktorima se u prvom redu izdvajaju rejting obveznice koji služi kao aproksimacija njenog kreditnog rizika, njen preostali rok dospeća i likvidnost. Regresijom koja je izložena u navedenoj tački se spred u prinosima, razlika između prinosa pojedinačne obveznice i prinosa nemačkih obveznica bez kupona sa identičnim preostalim rokom dospeća, razlaže na zajedničku komponentu i pet specifičnih komponenti. Svaka od komponenti je odraz jednog od sledećih determinišućih faktora: a.) bonitet emitenta, b.) preostali rok dospeća, c.) likvidnost, d.) veličina kupona (koja determiniše novčane tokove po osnovu obveznice) i e.) poslovna delatnost emitenta. Ukoliko su nacionalna tržišta u potpunosti integrisana uticaj svakog od ovih faktora na njima bi trebalo da bude identičan.

Baele et al. (2004) su prvi sprovedi ovu analizu na šest zemalja evrozone: Austrija, Francuska, Nemačka, Irska, Holandija i Španija. Nešto uži uzorak zemalja je bio uslovljen nedovoljnim brojem obveznica koje ispunjavaju postavljene kriterijume u nekim zemljama³²⁸. Prosečne vrednosti parametara regresione jednačine, pri čemu se radi o regresiji uporednih podataka koja se ocenjuje za podatke na mesečnom nivou, su dati u tabeli 32.

³²⁸ Uslov je glasio da se u razmatranje uzimaju samo one obveznice čiji je rejting najmanje BBB i vrednost emisije nije manja od 100 miliona evra. Da bi jedna zemlja bila uzeta u razmatranje neophodno je bilo da u celom vremenskom periodu, april 1998- maj 2003, ona broji najmanje 10 takvih obveznica u Merrill Lynch EMU indeksu korporativnih obveznica.

Tabela 32: Prosečne vrednosti ocena regresionih parametara kojima se meri nivo integracije tržišta korporativnih obveznica

	Prosek	Nivo značajnosti		Prosek	Nivo značajnosti
Rejting			Efekat zemlje		
AAA	-33,79	0,00	Austrija	2,21	0,00
AA1	-23,09	0,00	Nemačka	-1,54	0,06
AA2	-21,74	0,00	Španija	3,86	0,00
AA3	-14,66	0,00	Francuska	-7,64	0,00
A1	-2,55	0,21	Irska	5,78	0,00
A2	17,94	0,00	Holandija	-0,57	0,01
A3	24,10	0,00			
BBB	69,46	0,00			
			Odsečak	86,52	0,00
Efekat sektora			Rok dospeća	1,88	0,00
Finansijski	-0,27	0,19	Vel. kupona	4,17	0,00
Nefinansijski	0,31	0,38	Likvidnost	-66,19	0,00

Izvor: Baele et al. (2004)

U tabeli 32. mogu se sagledati uticaji svih varijabli. Veštačke promenljive su uvedene za ocenu uticaja rejtinga obveznice, privrednog sektora i zemlje porekla emitenta. Ocene parametara uz veštačke promenljive koje reprezentuju kreditni rejting su statistički značajne, izuzev kod rejtinga A1 koji je na neki način granični rejting. U ekonomskom smislu njihova vrednost je takođe značajna. Predznak ocene ovih parametara odgovara očekivanjima. Negativan predznak uz više rejting kategorije, AAA-AA, pokazuje da je za obveznice sa ovim rejtingom spred u prinosima niži, dok pozitivan predznak za niže rejting kategorije pokazuje da je spred u prinosima kod njih viši. Skala vrednosti ocena parametara takođe ne pokazuje znakove distorzije, jer se svi ocenjeni parametri kreću od najniže vrednosti -33,79 do najviše vrednosti 69,46 bez remećenja redosleda po svojoj veličini. U proseku, prinos na obveznice sa rejtingom BBB je 103 bazna poena viši u odnosu na obveznice sa AAA rejtingom.

Odsečak ove regresije ima posebno značenje. On predstavlja spred u prinosima portfolija sa jednakim ponderima konstruisanog od svih obveznica, što znači da su udeli obveznica sa određenim rejtingom u ukupnoj vrednosti portfolija međusobno jednaki. On se posmatra kao zajednička komponenta spredu u prinosima za sve obveznice.

Ocene parametara uz faktore roka dospeća i veličine kupona su statistički značajni, ali su njihove konkretne vrednosti male u ekonomskom smislu. Pozitivan predznak kod parametra roka dospeća ukazuje da što je duži rok dospeća obveznice i njen prinos je veći, što je u skladu sa ekonomskom teorijom u situacijama kada kriva prinosa ima pozitivan nagib. Sa druge strane, faktor likvidnosti je ne samo statistički značajan već ima i ekonomski snažan uticaj na spread u prinosima. Negativan predznak uz njegov parametar ukazuje da likvidnije obveznice³²⁹ imaju manji spread u prinosima. Suprotno očekivanjima, ocene parametara uz privredne sektore nisu statistički značajne, iako prosečne vrednosti njihovih parametara idu u prilog prvobitnim očekivanjima po kojima su prinosi niži kod emitenata koji potiču iz finansijskog sektora.

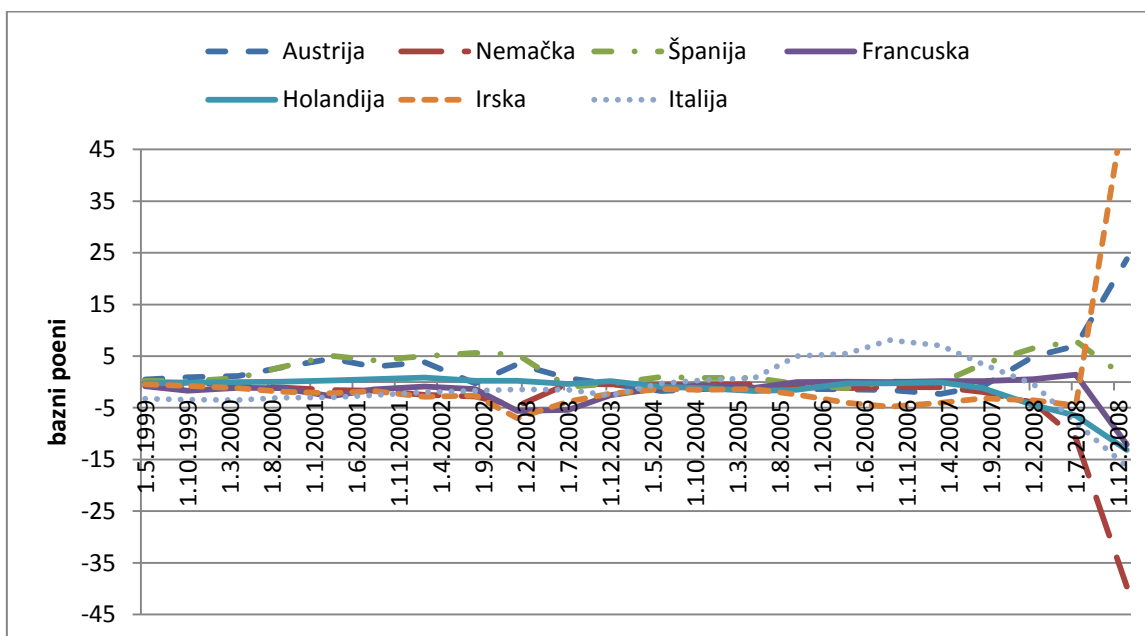
Konačno i najvažnije, ocene parametara uz veštačke promenljive za zemlje su statistički značajne. Pretpostavka modela je da jednom kada je ukupan prinos na obveznicu razložen na svoje sastavne delove, ne preostaje ništa što bi ukazivalo da je on determinisan nacionalnim poreklom emitenta. U tabeli 32. može se uočiti da su za pet zemalja ocene parametara statistički značajne, a da samo kod Nemačke to nije slučaj³³⁰. Obveznice koje potiču iz Španije, Irske i Austrije u proseku beleže pozitivnu premiju koja ulazi u spread u prinosima i kreće se u intervalu 2-6 baznih poena, dok Francuska i Holandija beleže negativnu premiju³³¹. Premija je takođe negativna kod Nemačke, što je u skladu sa očekivanjima. Zajedno, ovo ukazuje da je efekat zemlje prisutan, ali su veličine ocenjenih parametara dovoljno male da se konstatuje da prema ovom indikatoru zasnovanom na cenama tržište korporativnih obveznica jeste zadovoljavajuće integrisano. Stanje potpune integracije je ono u kome se ocene parametara uz veštačke promenljive za zemlje statistički ne razlikuju značajno od nule. Baele et al. (2004) na kraju konstatuju da efekat zemlje u proseku ne objašnjava više od 2% ukupne varijanse

³²⁹ Likvidnost je merena količnikom broja dana u kojima se aktivno trgovalo nekom obveznicom i ukupnog broja trgovačkih dana u svakom mesecu za koji je ocenjivana regresija. Što je veća vrednost ovog količnika to se obveznica smatra likvidnijom, a što je niža vrednost proizvoda ovog količnika i parametra uz faktor likvidnosti (ova vrednost je uvek negativna) to će spread u prinosima dotične obveznice biti niži.

³³⁰ Parametar uz Nemačku je statistički značajan na nivou značajnosti od 10%. Ova statistička nesignifikantnost može biti posledica obračuna spreada u prinosima gde se kao reporni prinos koristi prinos na nemačke obveznice. Da je kojim slučajem odabran drugačiji reporni prinos moguće je da bi i ovaj parametar bio statistički značajan na nivou od 5%.

³³¹ U oba slučaja premija koriguje vrednost odsečka, koji korespondira spreadu u prinosima portfolija sa jednakim ponderima konstruisanog od svih obveznica, naviše ili naniže.

spreda u prinosima obveznica. Ovaj rezultat dodatno potkrepljuje zaključak o visokom stepenu integrisanosti, a u situaciji potpune integracije on bi trebalo da bude jednak nuli.



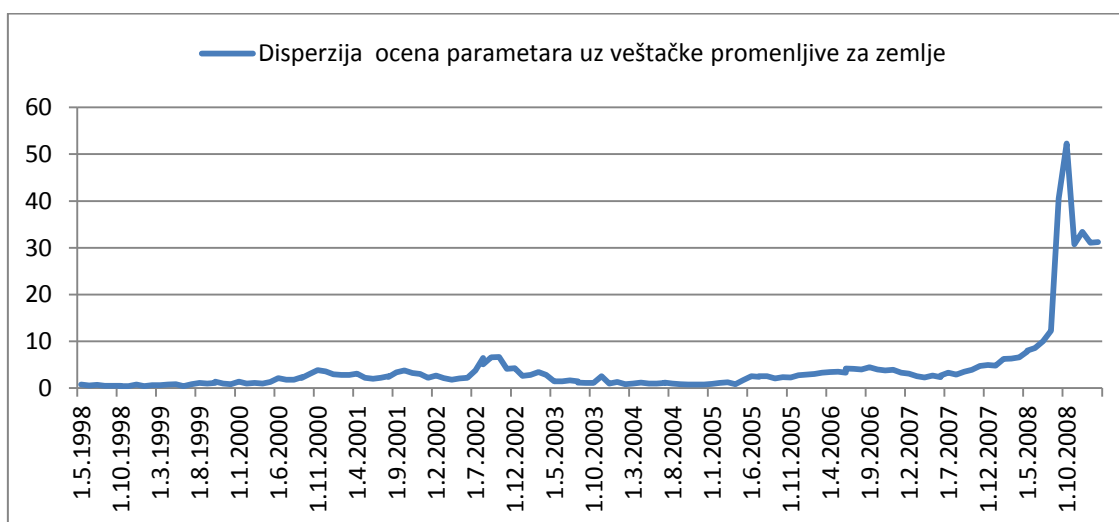
Slika 44: Vrednosti ocena parametara uz veštačke promenljive za zemlje kod korporativnih obveznica

Izvor: European Central Bank

Slika 44. daje detaljniji i obuhvatniji pregled ocena parametara uz veštačke promenljive za zemlje. Italija je pridružena zemljama za koje se raportiraju rezultati regresije koji se mogu smatrati relevantnim, čime je broj razmatranih zemalja povećan sa šest na sedam. Broj obveznica koje su uključene u analizu se popeo na 2 751, a vremenski okvir je značajno protegnut. Iz razmatranja su isključene obveznice emitovane na osnovu založene imovine i obveznice čiji je rejting niži od BBB³³², kao i obveznice čiji je preostali rok dospeća kraći od jedne godine. Na slici 44. opaža se da je period 2003-2005. sa stanovišta nivoa integrisanosti bio najplodotvorniji. Širi vremenski okvir ukazuje da se predznak ocenjenog parametra za pojedinačne zemlje sa protekom vremena menja. U vremenu parametar sa najstabilnijim negativnim predznakom imaju Nemačka i Francuska, a sa pozitivnim Španija. Sa stanovišta integracije, idealnim razvojem događaja se smatraju nulte vrednosti ocenjenih parametara, a poželjnim

³³² Obveznice čiji se rejting kreće u rasponu AAA-BBB se smatraju obveznicama visoke sigurnosti i investicionog kvaliteta (*investment grade*).

razvojem njihova konvergencija u vremenu prema nuli. Od sredine 2007. god. primetna je jaka divergencija ocena parametara od nule, s tim da je odstupanje od nule naniže posebno izraženo kod Nemačke, a odstupanje naviše kod Irske i Austrije. Ova kretanja su kompatibilna sa kretanjima registrovanim na tržištu državnih obveznica, u smislu njihovog spreda u prinosima³³³. Kod Irske, ocena parametra je u dužem vremenskom periodu imala negativnu vrednost da bi ona naglo postala najveća ocenjena pozitivna vrednost od svih parametara. Koliko je snažna divergencija ocenjenih parametara uz veštačke promenljive za zemlje uočava se na slici 45. na kojoj je prikazana mera disperzije ocena parametara. Ona je pomoćni indikator integracije tržišta korporativnih obveznica, a njen pad se tumači kao napredak u integraciji, dok njen rast ima suprotno značenje. Skok na kraju posmatranog perioda slikovito ističe pogoršanje nivoa integracije izmereno dotičnim indikatorom.



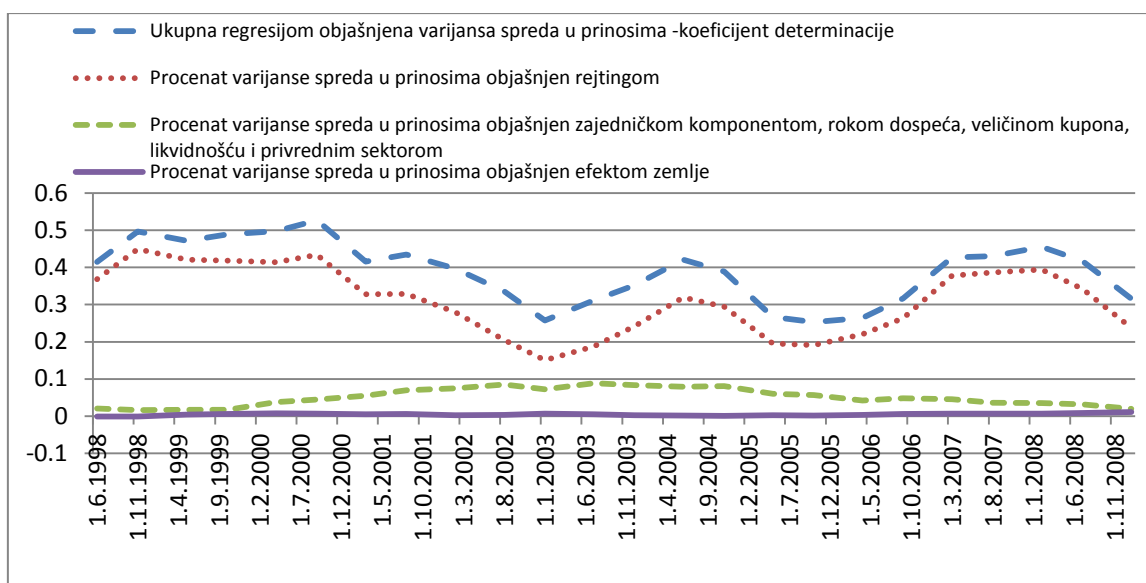
Slika 45: Disperzija vrednosti ocena parametara uz veštačke promenljive za zemlje kod korporativnih obveznica

Izvor: European Central Bank

Na slici 46. je prikazan poslednji indikator koji proishodi iz ocenjene regresije - deo varijanse spreda u prinosima objašnjen različitim faktorima. Procenat varijacija spreda u prinosima objašnjen regresijom uglavnom varira između 30% i 50%. Faktor koji dominira u regresiji je rejting. On objašnjava najveći deo varijacija spreda u prinosima, što je i bilo očekivano. Sumarna važnost svih drugih faktora, izuzev efekta zemlje, je

³³³ Pogledati prethodnu tačku rada.

uvažavajuća, ali daleko ispod važnosti rejtinga. U liniji sa težnjama nalazi se minoran doprinos efekta zemlje u objašnjenju varijacija spreda u prinosima, što potvrđuje zapažen nivo integracije tržišta korporativnih obveznica zaključno sa nastupanjem perioda krize. Jedno od obeležja kriznog perioda je pad dela varijanse objašnjenog regresijom i rast dela varijanse objašnjenog efektom zemlje.



Slika 46: Dekompozicija varijanse spreda u prinosima na objašnjavajuće faktore

Izvor: European Central Bank

Poslednji indikator zasnovan na cenama je disperzija premija kod petogodišnjih CDS-ova. Smisao ovog indikatora je takođe da ukaže na relativni značaj efekta zemlje naspram drugih faktora u objašnjenju kretanja prinosa prilagođenih za rizik. Sa napretkom u integraciji, udeo varijanse spreda u prinosima koji je objašnjen efektom zemlje bi trebalo da opada. Ovaj indikator se zasniva na drugačijem pristupu u odnosu na prethodno izložene indikatore zasnovane na navedenoj regresionoj jednačini. Kako bi se prevazišli problemi u oceni nivoa integracije koji izrastaju iz diferentnih sektora kojima pripadaju emitenti i različitog rejtinga obveznica³³⁴, broj sektora je sužen na dva - bankarski i telekomunikacioni sektor, a izborom kompanija čije CDS premije se prate se kontroliše nivo kreditnog rizika. To se čini na način da se biraju vodeće

³³⁴ Zbog njih su u navedenoj regresionoj jednačini bile uvođene veštačke varijable.

telekomunikacione kompanije i poslovne banke u svakoj od analiziranih zemalja³³⁵. Priroda faktora koji determinišu kreditni rizik pojedinačnih kompanija na nivou evrozone bi trebalo da bude uporediva. Prema raspoloživim podacima, ove najveće kompanije čine zadovoljavajuće homogenu grupu, jer svaka kompanija/banka pruža približno isti set proizvoda i usluga svojim klijentima. Kao najveće i dominantne u svojim nacionalnim granicama, a jaka tržišna pozicija se visoko vrednuje prilikom dodeljivanja rejtinga, njihovi rejtinzi bi trebalo da budu vrhunski ili blizu njemu.

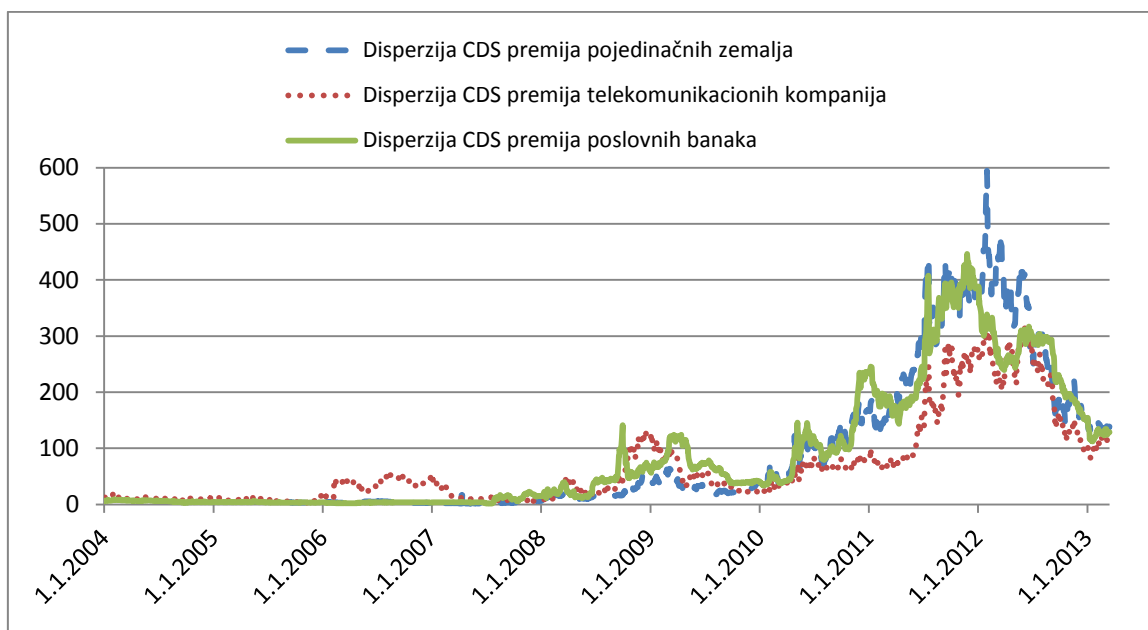
Kako je u tački posvećenoj integraciji tržišta državnih obveznica već bilo naglašeno, CDS premija je cena eliminisanja kreditnog rizika, a može da se interpretira i kao aproksimacija cene izvora finansiranja. Što je viša standardna devijacija CDS premija³³⁶ na nivou odabranih sektora u evrozoni, manja je ujednačenost uslova finansiranja za kompanije/banke na nivou evrozone. Ova neujednačenost dalje može da vodi diferenciranim uslovima za budući razvoj kompanija i može biti izvor neopravdane konkurentne prednosti za neke.

Obračunata standardna devijacija pokazuje koliko CDS premija varira među zemljama. Uslovi na tržištu CDS-ova bi trebalo da odgovaraju uslovima na spot tržištu obveznica. Fontana i Scheicher (2010) čak tvrde da je počev od 2008. god. korektnija procena kreditnog rizika (*price discovery*) na tržištu CDS-ova za Italiju, Španiju, Irsku, Grčku i Portugal³³⁷ i za emitente korporativnih obveznica iz stubišnih zemalja evrozone nego što je pruža samo tržište obveznica i na njemu formirani prinosi.

³³⁵ Zemlje koje su razmatrane prilikom ispitivanja integracije bankarskog sektora su: Austrija, Belgija, Finska, Francuska, Nemačka, Italija, Holandija, Portugal i Španija. Zemlje koje su razmatrane prilikom ispitivanja integracije telekomunikacionog sektora su: Austrija, Francuska, Nemačka, Italija, Holandija, Portugal i Španija. Grčka i Irska su isključene iz obračuna. Grčka zbog neodmereno visoke CDS premije za njenu državu, a Irska zbog istog karaktera premije kod svoje vodeće telekomunikacione kompanije.

³³⁶ Iz svake zemlje izdvojena je po jedna vodeća telekomunikaciona kompanija, dok broj vodećih banaka koje potiču iz određene zemlje varira. Obračun standardne devijacije CDS premija za telekomunikacione kompanije je jasan i nesporan, obzirom da pojedinačna CDS premija reprezentuje nacionalnu CDS premiju. Međutim, za zemlje koje su sa najmanje dve banke zastupljene u uzorku banaka, kao referentna nacionalna CDS premija uzima se neponderisani prosek CDS premija pojedinačnih banaka. On se dalje direktno koristi u obračunu standardne devijacije CDS premija poslovnih banaka.

³³⁷ Ovo se potkrepljuje činjenicom da je do divergencije CDS premija za ove zemlje došlo već u 2008. god, kada tržište obveznica nije reagovalo rastom sprema u prinosima.



Slika 47: Disperzija premija kod petogodišnjih CDS-ova

Izvor: European Central Bank

Disperzija nacionalnih CDS premija u bankarskom i telekomunikacionom sektoru zemalja evrozone je bila niska u periodu pre krize. U 2006. god. se primećuje određeni blaži skok disperzije CDS premija u telekomunikacionom sektoru koji je već početkom 2007. god. stabilizovan. U avgustu 2007. god. se naziru prvi nagoveštaji permanentnije divergencije CDS premija, da bi u septembru 2008. god. došlo do prvog sinhronizovanog uspona disperzije CDS premija u bankarskom i telekomunikacionom sektoru, kao i kod suverenih zemalja. Hronološki gledano, prva je odreagovala disperzija CDS premija u bankarskom sektoru, pa potom u telekomunikacionom sektoru, anticipirajući tako rast disperzije CDS premija suverenih zemalja koji je usledio nešto kasnije.

U početnom stadijumu krize, rast disperzije je bio najizraženiji kod poslovnih banaka. Jednakom brzinom kojom je porastao on je i opao u novembru 2008. god, da bi pod uticajem produženog perioda oskudne likvidnosti na tržištu nastavio rasti u 2009. god, sve do marta i jula kada je ECB donela važne odluke koje su smirile tenzije u pogledu pristupa izvorima finansiranja za banke³³⁸. Kulminacija disperzije CDS premija

³³⁸ Za detaljniji pregled pogledati tačku posvećenu razmatranju integracije tržišta novca.

telekomunikacionih kompanija je nastupila sa docnjom u odnosu na kulminaciju kod poslovnih banaka, ali i disperzija je počela da opada ranije. Ukupno gledano, 2009. god. je bila godina saniranja posledica kriznih dešavanja sa kraja 2008. god. i generalno je obeležena padom disperzija koje indiciraju viši nivo integracije.

Po ugledu na tržište državnih obveznica, sa kojim je u značajnoj vezi po više osnova, tržište korporativnih obveznica je u 2010. god. bilo izloženo ozbiljnim pritiscima. Ovoga puta rast disperzije CDS premija zemalja evrozone je imao ulogu predvodnika, obzirom da se kreditni rizik tih zemalja nalazio u središtu izvora pritisaka. Veoma brzo poništeni su ukupni rezultati oporavka integracije na tržištu korporativnih obveznica iz 2009. god. Disperzija CDS premija poslovnih banaka je dosledno pratila disperziju kod zemalja evrozone tokom 2010. god. Za razliku od veoma osetljive reakcije disperzije kod poslovnih banaka i pojedinačnih zemalja na nove negativne stimulanse, rast disperzije telekomunikacionih kompanija je bio izražen u mnogo manjoj meri. Ovo je u skladu sa već istaknutom međuzavisnošću između kreditne sposobnosti banaka i suverenih država. Ipak, svaki rast disperzije ukazuje na rast svesti investicione javnosti o divergenciji kreditnog rizika različitih subjekata, koji se dalje reperkutuje u rafiniranoj gradaciji CDS premija.

U 2011. god. nastupa novi talas rasta razmatranih disperzija. Veoma usaglašeno kretanje između disperzija poslovnih banaka i zemalja evrozone se nastavlja sve do kraja godine kada konačno dolazi do njihovog razmimoilaženja, zahvaljujući novim operacijama ECB³³⁹. Umereni rast disperzije kod telekomunikacionih kompanija prelazi u brzi rast sredinom 2011. god, ali dostignuti nivo je još uvek osetno manji nego kod preostale dve disperzije, što pokazuje da se ovaj sektor najbolje držao u pogledu očuvanja svoje integritetnosti u izrazito nepovoljnom ambijentu po nju. Pored toga što raste disperzija CDS premija među nacionalnim bankarskim sektorima, kod zemalja koje su sa više od jedne banke reprezentovane u uzorku banaka opaža se rast disperzije CDS premija unutar zemlje. Primeri Francuske i Nemačke jasno argumentuju ovo zapažanje. Finansijsko tržište manifestuje time svoju sposobnost da, pored diferencijacije u CDS premiji koja ima uporište u zemlji porekla emitenta, sprovede i diferencijaciju među

³³⁹ Ibidem.

emitentima u skladu sa njihovim specifičnim rizicima koji utiču na njihovu kreditnu sposobnost.

Prava kulminacija na tržištu državnih obveznica nastupa početkom 2012. god. sa prekomernom zabrinutošću među investitorima u pogledu opstanka evrozone i potencijalnog rizika redenominacije obaveza po osnovu emitovanih obveznica, tako da se u prinosima izdvojila još jedna komponenta - premija za rizik redenominacije. Zahvaljujući pozitivnom doprinosu ECB-a i institucija EU, druga polovina 2012. god. je obeležena vanrednim padom disperzija kod sve tri grupe subjekata. Početak 2013. god. se odlikuje gotovo jednakim nivoima ovih disperzija, što se zbiva prvi put posle višegodišnjeg perioda stresa na finansijskim tržištima.

3.4.3.3. Kvantitativni pokazatelji na tržištu korporativnih obveznica

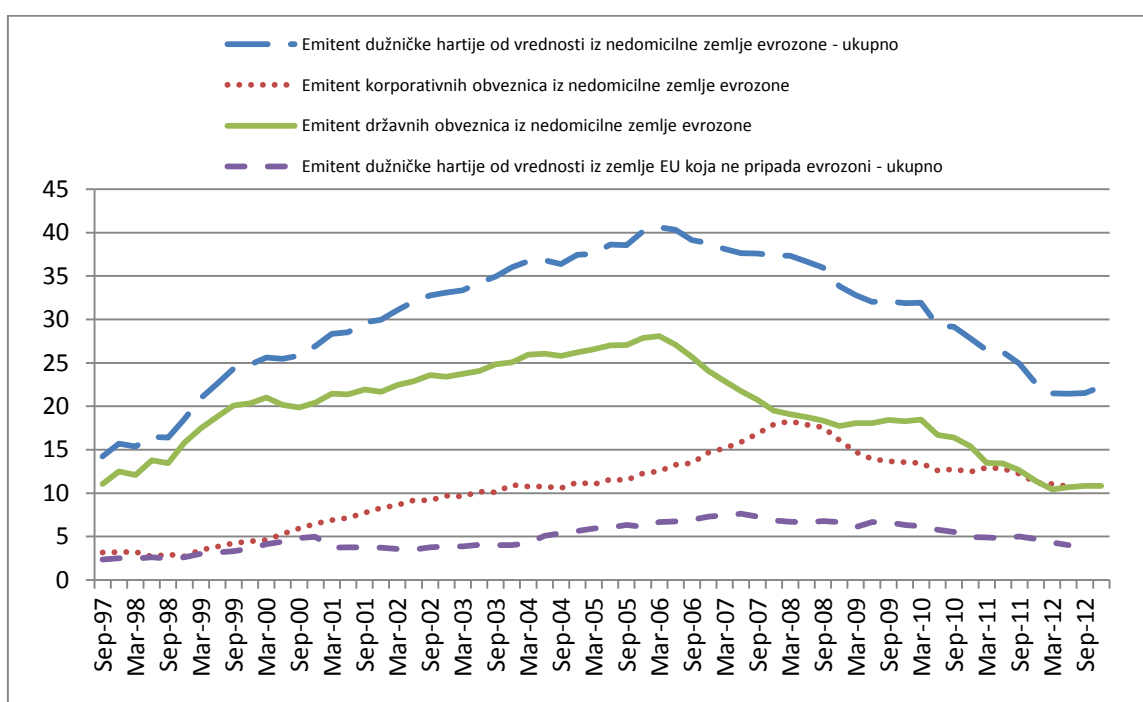
Od kvantitativnih indikatora integracije tržišta dužničkih hartija od vrednosti izdvajaju se dva. Prvi se odnosi na prekogranične investicije u dužničke hartije od vrednosti izvršene od strane MFI, a formuliše se kao udeo korporativnih³⁴⁰ i državnih obveznica emitovanih u drugim zemljama evrozone ili u ostatku EU u ukupnom portfoliju svih dužničkih hartija od vrednosti koji su formirale MFI. Slika 48. daje prikaz relevantnih udela u ukupnom portfoliju kroz vreme.

Na slici 48. se opaža snažan rast prekograničnih investicija MFI u dužničke hartije od vrednosti emitovane od strane nedomesticilnih subjekata iz evrozone. Dotičan udeo raste sa 15% u 1998. god. na preko 40% u 2006. god³⁴¹, da bi se ubrzo potom razvio negativan trend koji odražava istu sliku o pojačanoj fragmentaciji tržišta dužničkih hartija od vrednosti koju impliciraju i indikatori zasnovani na cenama. U prvoj instanci, blaži pad udela nedomesticilnih dužničkih hartija od vrednosti je bio izazvan supstitucijom

³⁴⁰ U razmatranje su uzete samo obveznice čiji emitenti ne pripadaju MFI sektoru - obveznice nefinansijskih korporacija. U tabeli 35. je zato dat pregled ulaganja u obveznice MFI izvršen od strane MFI evrozone.

³⁴¹ Posebno impresivno deluje kretanje udela korporativnih obveznica emitovanih u drugim zemljama evrozone. Pre uvođenja evra, ovaj udeo je bio približno jednak udelu obveznica emitovanih u zemljama EU koje nisu članice evrozone. U tom periodu obe kategorije obveznica su očigledno bile jednako privlačne za MFI iz evrozone. Međutim, stagnacija udela obveznica iz ostalih zemalja EU i zapažen rast udela obveznica iz evrozone u potonjem periodu slikovito odražavaju uticaj monetarne integracije na finansijsku integraciju.

nedomicilnih državnih obveznica, čiji je udeo padao; nedomicilnim korporativnim obveznica, čiji je udeo rastao. Supstitucija je bila motivisana potragom za ostvarenjem većeg prinosa od strane MFI, kojima nisu odgovarali niski prinosi na državne obveznice. Međutim, u 2008. god. postaje evidentno da ova supstitucija nije više uticajan proces. U 2008. i 2009. god. pad udela nedomicilnih dužničkih hartija od vrednosti je isključivi rezultat pada udela korporativnih obveznica, jer se udeo državnih obveznica držao stabilnim. Krajem 2009. god. udeo nedomicilnih dužničkih hartija od vrednosti je iznosio 32%.



Slika 48: Prekogranične investicije MFI iz evrozone u dužničke hartije od vrednosti

Izvor: European Central Bank

U 2010. god. paralelno padaju udeli korporativnih i državnih obveznica emitovanih u drugim zemljama evrozone. U poređenju sa 2008. god. udeo korporativnih obveznica je smanjen sa 18% na 12,5%. Udeo državnih obveznica je iznosio maksimalnih 28 % u 2006. god. da bi u 2010. god. pao na 16%. Kriza suverenog duga pojedinih zemalja u 2010. god. i 2011. god. je sa velikom snagom delovala na obaranje udela državnih obveznica koji je krajem 2011. god. prvi put bio niži od uporedivog udela korporativnih obveznica. Najvećim delom pad je bio rezultat izbegavanja i eliminisanja iz portfolija

državnih obveznica emitovanih od strane zemalja zahvaćenih krizom. U drugoj polovini 2012. god. dolazi do stabilizacije udela državnih obveznica koja je posledica poboljšanja tržišnog sentimenta prema obveznicama kritičnih zemalja, iniciranog odlukom o sprovođenju direktnih monetarnih intervencija. Ove intervencije su povratile poverenje investitora u dotične obveznice da će moći da ih prodaju u budućnosti po predvidivoj ceni bez značajnih teškoća. Iako je udeo korporativnih obveznica nastavio da pada, on je krajem 2012. god. bio više od dva puta veći od onog udela koji je preovlađivao u periodu pre ulaska u treću fazu uspostavljanja ekonomske i monetarne unije. Ovo je upadljivo bolji rezultat u odnosu na uporedni rezultat za državne obveznice, čiji udeo je bio istovetan onom iz perioda pre uvođenja evra.

Posmatrajući kretanje udela dužničkih hartija od vrednosti emitovanih u zemljama EU koje nisu članice evrozone, kao značajno jedino se može opaziti participiranje u periodu 2005-2006. u već navedenoj supstituciji državnih obveznica. Pored toga, ne mogu se izdvojiti posebni trendovi vezani za obveznice iz ove grupe zemalja. Sa druge strane, ovi podaci dopunjuju već iznete podatke i pružaju dublji uvid u prirodu realokacije portfolija dužničkih hartija od vrednosti MFI koja preovlađuje u periodu krize. Ishod izmena komentarisanih udela je da udeo domaćih dužničkih hartija od vrednosti raste, pri čemu MFI otvoreno najviše preferiraju investicije u domaće državne obveznice. Dok je za određeni broj zemalja ovo logičan ishod, misli se prvenstveno na zemlje koje su pošteđene krize, za određeni broj zemalja ovo je iznenađujući ishod. Ispostavlja se da MFI zemalja koje su obuhvaćene krizom ulažu, sa namerom ili pod pritiskom, u obveznice koje emituju njihove vlade koje imaju ozbiljne probleme u konsolidaciji svojih tekućih javnih finansija i nagomilanih dugova. U tom smislu, ove MFI, koje se već nalaze pod pritiskom, nastoje višim prinosima koje ostvaruju investiranjem u ove obveznice revitalizovati svoje poslovanje, kroz jačanje prinostnog i prihodnog položaja³⁴².

Detaljnija analiza izražajnosti sklonosti ka domaćim obveznicama u poslednjim godinama u zemljama evrozone može se sagledati iz Tabele 33.

³⁴² Pogledati detaljnije u Battistini, Pagano i Simonelli (2013).

Tabela 33: Pregled udela dužničkih hartija od vrednosti emitovanih u drugim zemljama evrozone u ukupnom portfoliju iskazan po zemljama

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nemačka	30.6	32.0	39.0	39.2	38.3	38.5	42.4	45.6	44.2	42.7	40.0	34.2	33.5	33.6
Austrija	12.6	15.1	22.3	29.4	32.2	36.0	38.1	39.9	42.0	38.7	32.9	30.1	27.4	25.1
Belgija	26.1	28.5	40.9	43.1	49.5	55.0	56.1	55.1	55.9	48.6	39.8	34.1	31.0	27.2
Španija	9.5	9.3	19.1	21.9	27.5	23.8	31.8	17.2	12.6	8.4	8.8	5.3	5.6	5.6
Finska	11.7	14.5	16.4	25.5	25.2	27.3	22.2	23.7	22.8	24.7	23.8	30.6	27.5	26.6
Francuska	20.8	23.0	22.1	29.1	31.7	33.2	39.0	40.2	48.2	47.2	47.9	46.3	30.3	29.8
Grčka	0.2	1.1	3.5	7.4	12.5	9.2	9.3	7.8	6.6	5.4	4.6	4.5	3.6	11.6
Irska	50.0	39.5	45.2	44.7	51.5	50.5	43.9	38.1	34.8	31.5	33.5	24.8	21.7	20.1
Italija	3.8	5.6	6.0	7.7	11.9	14.7	13.4	14.0	13.9	15.0	12.2	8.1	7.9	7.0
Luksemburg	60.7	62.2	54.2	53.9	54.5	57.4	56.4	52.3	51.4	60.2	58.6	57.4	51.3	53.0
Holandija	46.9	52.2	53.2	51.7	52.4	54.7	55.8	50.9	27.6	18.3	20.5	23.2	20.0	18.2
Portugal	11.4	7.4	11.0	19.6	38.8	45.5	46.3	24.0	30.8	40.3	40.7	29.8	22.3	21.4
Evrozona	24.2	26.2	30.0	33.1	36.0	37.5	40.1	38.8	37.4	33.9	31.9	27.8	22.6	21.5

Izvor: baza Indicser

Na osnovu podataka iz Tabele 33. vidi se da su rastu udela dužničkih hartija od vrednosti čiji emitenti vuku poreklo iz neke od drugih zemalja članica evrozone u ukupnom portfoliju u periodu 1999-2012. najviše doprinosili Nemačka, Francuska, Belgija, Irska, Luksemburg i Holandija. Kao najprominentniji predstavnik zaokreta u strukturi portfolija prema domaćim hartijama od vrednosti pojavljuje se Španija. Pažnju privlače još i Grčka i Italija koje su prema dotičnom indikatoru celu deceniju zaostajale za drugim zemljama evrozone, propuštajući priliku da više geografski diversifikuju svoj portfolio. Kriza suverenog duga je najmanji uticaj izvršila na Nemačku koja je u periodu 2010-2012. imala gotovo konstantnu vrednost posmatranog udela.

Tabela 34. ukazuje na stepen efektivne iskorišćenosti mogućnosti za diversifikaciju portfolija dužničkih hartija od vrednosti MFI iz evrozone u međunarodnim razmerama. Ona ukazuje na relativni značaj ulaganja u obveznice emitovane u EU spram onih emitovanih izvan EU. Na nivou svih članica evrozone opaža se identičan trend kao i kod ulaganja u obveznice iz drugih zemalja evrozone, tako da je udeo obveznica koje su emitovane izvan EU u 2012. god. u odnosu na 2006. god. skoro prepolovljen. Po logici stvari, Luksemburg kao mali finansijski centar prednjači u pogledu udela ovih obveznica, dok veoma visoko učešće ima još i Irska, koja se od svih drugih zemalja

razlikuje po tome što njene MFI više investiraju u obveznice emitovane izvan EU nego u one emitovane u evrozoni. Visoko učešće se opaža još i kod Austrije, Francuske i Finske.

Tabela 34: Pregled udela dužničkih hartija od vrednosti emitovanih u zemljama koje nisu članice EU u ukupnom portfoliju iskazan po zemljama

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nemačka	12.0	13.6	15.7	14.9	16.6	13.1	13.3	11.7	17.7	13.3	10.2	9.6	9.5	8.9
Austrija	13.5	18.3	21.6	21.0	21.4	17.7	17.4	15.3	14.6	12.4	11.5	12.6	12.2	12.7
Belgija	7.9	10.3	11.7	10.4	7.0	5.5	7.3	8.3	12.0	9.9	5.6	5.1	5.3	5.6
Španija	4.9	6.4	6.3	5.3	4.2	6.0	5.0	6.7	4.0	3.8	3.1	2.5	2.1	2.3
Finska	2.9	4.5	5.2	4.9	5.6	3.0	3.7	6.1	6.1	4.3	4.1	6.3	7.8	11.5
Francuska	10.8	11.9	13.2	11.7	11.5	14.5	14.3	14.4	12.6	11.9	10.1	11.5	11.9	11.1
Grčka	1.0	1.5	1.1	4.0	5.1	5.4	6.0	7.4	6.7	4.1	3.7	2.7	2.0	3.0
Irska	21.2	38.2	35.3	35.7	33.1	34.5	40.6	46.4	44.1	39.0	32.9	26.0	22.8	24.5
Italija	6.1	6.0	4.9	4.6	4.6	4.0	4.3	3.4	3.5	2.6	2.8	2.0	2.1	1.5
Luksemburg	24.7	24.6	31.5	33.9	34.2	27.5	30.6	32.6	34.3	28.8	26.9	32.8	39.6	38.2
Holandija	11.2	11.3	16.6	12.6	9.2	7.6	7.1	6.1	5.8	3.6	2.8	3.6	4.2	4.1
Portugal	10.3	8.6	14.5	13.7	13.1	11.5	8.0	12.4	8.2	5.4	4.2	2.8	1.4	1.5
Evrozona	10.5	12.5	14.1	13.5	13.5	13.2	14.7	16.2	16.0	12.8	10.3	9.2	9.2	8.7

Izvor: baza Indicser

Kako je tržište obveznica čiji emitenti su MFI najvažniji segment tržišta korporativnih obveznica, tabela 35. daje poseban pregled ulaganja u dotične obveznice emitovane od strane nedomesticlnih MFI iz evrozone. Podaci o ulaganjima u obveznice MFI nisu bili obuhvaćeni prethodnim tabelama i slikom 48.

Tabela 35. otkriva interesantan podatak. U ukupnom portfoliju belgijskih MFI čak 4/5 čine obveznice emitovane od strane MFI iz drugih zemalja evrozone. Ovo značajno prevazilazi generalni udeo sa kojim su kod belgijskih MFI zastupljene obveznice emitovane od strane rezidenata neke od drugih zemalja evrozone i koji je krajem 2012. god. bio svega 27,2%³⁴³. U načelu, kod drugih zemalja su prisutna odgovarajuća odstupanja od udela koji su istaknuti u tabeli 33, ali se za njih ne bi moglo reći da su bitna.

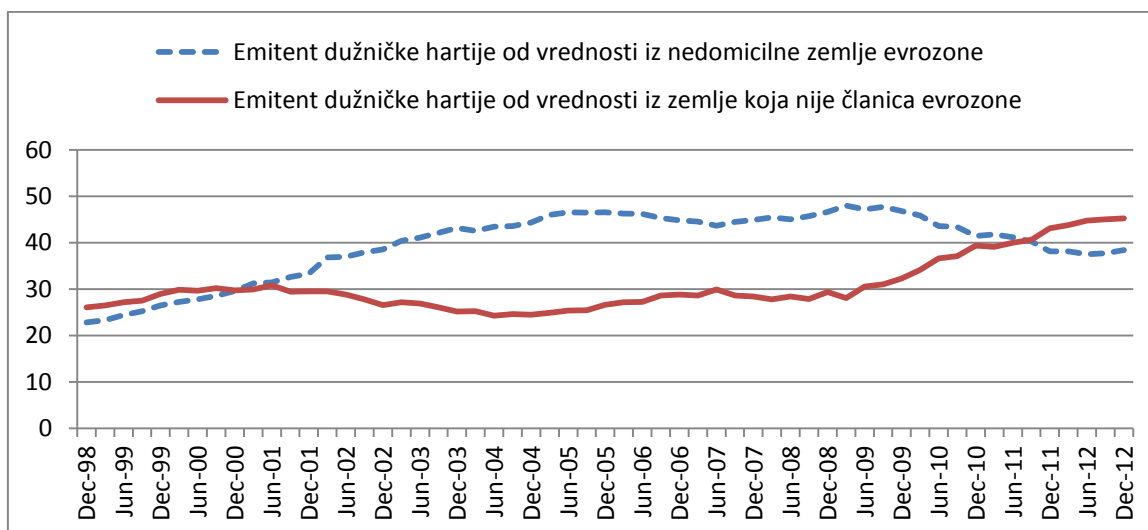
³⁴³ Pogledati tabelu 33.

Tabela 35: Pregled udela obveznica MFI emitovanih u drugim zemljama evrozone u ukupnom portfoliju tih obveznica iskazan po zemljama

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nemačka	4.3	6.9	7.6	8.5	10.3	13.3	17.8	23.9	27.3	25.2	23.3	23.7	23.6	23.1
Austrija	34.1	36.9	37.4	42.9	45.2	45.5	40.1	40.8	39.3	31.3	28.9	27.9	29.0	28.8
Belgija	66.7	67.5	68.2	71.5	75.2	72.4	72.1	67.3	69.2	60.4	69.3	69.5	80.5	80.6
Španija	19.8	33.1	40.7	42.5	39.4	29.6	26.8	29.3	24.2	18.0	14.8	12.4	9.9	9.8
Finska	14.8	22.9	11.0	14.4	17.6	23.1	24.4	31.3	33.8	25.8	35.0	20.8	18.2	19.2
Francuska	19.8	20.7	20.2	22.7	24.5	25.5	31.7	31.5	24.0	23.3	27.4	26.0	19.7	20.4
Grčka	50.0	50.0	38.5	50.0	23.8	19.4	38.5	42.1	51.3	52.1	45.3	39.5	33.3	33.3
Irska	44.4	31.1	31.1	29.6	33.8	31.7	31.1	30.1	29.8	31.8	35.1	34.9	32.4	31.4
Italija	9.6	7.5	8.1	8.3	10.5	12.2	12.7	10.9	13.1	13.3	10.1	8.8	7.2	5.1
Luksemburg	79.9	70.8	61.8	66.9	65.8	63.8	61.7	58.8	60.3	53.2	57.9	56.7	52.2	53.2
Holandija	34.3	32.4	33.1	49.6	44.6	51.7	61.4	66.3	61.1	57.1	46.1	41.8	38.3	34.8
Portugal	8.0	6.1	6.7	9.4	9.8	13.6	28.8	31.6	28.9	23.8	20.3	16.0	5.3	6.0
Evrozona	18.4	19.5	20.0	22.0	24.5	25.7	28.9	31.2	31.0	28.4	28.6	27.6	23.8	22.8

Izvor: baza Indicser

Drugi generalni kvantitativni indikator je vezan za strukturu portfolija investicionih fondova. Oni imaju ulogu zastupnika sektora institucionalnih investitora čiji portfolio bi trebalo da odražava distinktivna obeležja portfolija celog sektora. Definiše se kao udeo dužničkih hartija od vrednosti emitovanih od strane rezidenata evrozone, čija rezidentnost se ne poklapa sa rezidentnošću investicionog fonda, u ukupnom portfoliju. Sa slike 49. se uočava da su u portfolijima investicionih fondova pre 2000. god. preovlađivale obveznice emitovane od strane rezidenata zemalja koje nisu članice evrozone, među njih spadaju kako preostale članice EU tako i druge zemlje sveta. Od tada se udeo obveznica emitovanih u nekoj od drugih zemalja evrozone stabilno povećava i do 2011. god. se kreće uglavnom u rasponu 40-50%, tako da one stižu prvenstvo u odnosu na udele domaćih obveznica i obveznica emitovanih u zemljama koje ne pripadaju evrozoni. Nakon više godina dominacije, od kraja 2011. god. udeo ovih obveznica pada ispod 40%, a udeo obveznica iz zemalja koje nisu članice evrozone se etablira na prvom mestu. Ako se prati period 2009-2012. može se uočiti supstitucija obveznica iz evrozone obveznicama iz ostatka sveta, pri čemu udeo domaćih obveznica ostaje više manje stabilan. Sumarno gledano, ocena integriteta prema ovom indikatoru se pridružuje ocenama izvedenim iz drugih indikatora koje ukazuju na prevagu snaga deizintegracije na tržištu obveznica.



Slika 49: Struktura portfolija dužničkih hartija od vrednosti investicionih fondova

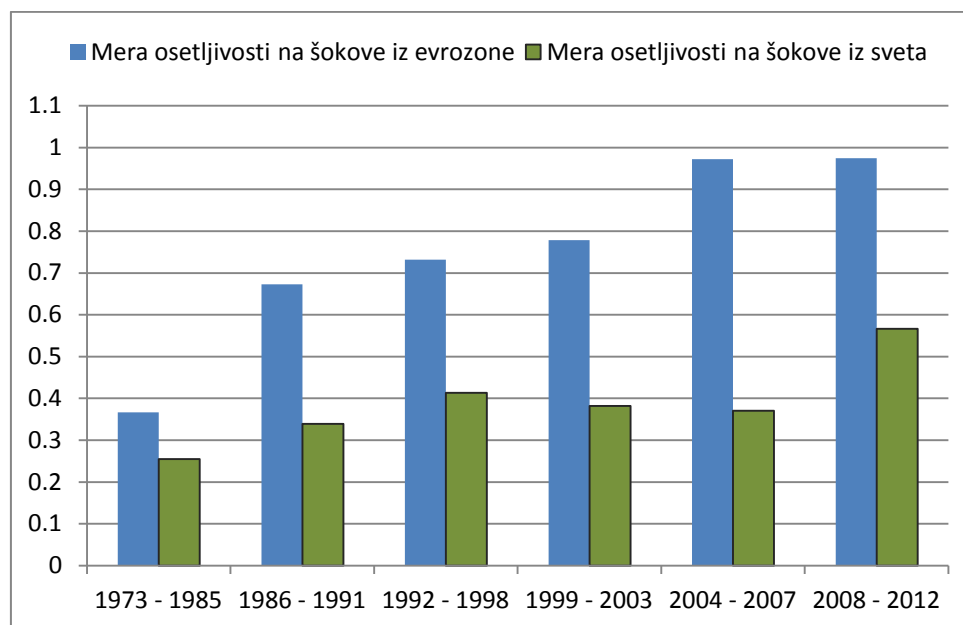
Izvor: European Central Bank

3.4.4. Tržište akcija

3.4.4.1. Pokazatelji zasnovani na vestima

Na tržištu akcija se izdvajaju dva pokazatelja zasnovana na vestima: mera osetljivosti lokalne stope prinosa na akcije na vesti iz evrozone ($\beta_{i,t}^{EU}$) i racio varijanse koji pokazuje koji deo varijanse prinosa akcija na nacionalnom tržištu akcija je objašnjen vestima iz evrozone ($VR_{i,t}^{EU}$). Striktno teorijske benčmark vrednosti ovih pokazatelja, koje korespondiraju apsolutnoj finansijskoj integraciji, su jednake jedinici, pri čemu kod prvog pokazatelja vrednost može ići i preko jedinične vrednosti³⁴⁴. Prvi pokazatelj pokazuje sa kojim intenzitetom se šokovi u agregatnoj stopi prinosa akcija u evrozoni u proseku transmituju na nacionalna tržišta akcija zemalja evrozone. On je prikazan na Slici 50.

³⁴⁴ Ove vrednosti su striktno teorijskog karaktera. U praksi je sasvim moguće da objektivne vrednosti ovih pokazatelja koje korespondiraju potpunoj integraciji tržišta akcija uzimaju drugačije vrednosti. Npr. na varijaciju stope prinosa tržišta akcija će uvek, a to je nepobitno, uticati vesti iz sveta kao i lokalne vesti. Njihova relevantnost će depresirati vrednost racia varijanse ($VR_{i,t}^{EU}$) i svesti ga na vrednost ispod jedinice.



Slika 50: Mera osetljivosti lokalne stope prinosa na akcije na vesti iz evrozone

Izvor: European Central Bank

Kako bi se uvela vremenska dimenzija u analizu, ukupan vremenski period je podeljen na šest podperioda tako da se u svakom od njih može utvrditi agregatna prosečna vrednost $\beta_{i,t}^{EU}$, ali i $\beta_{i,t}^{US}$ za potrebe komparacije relativnog uticaja evropskih i globalnih faktora. Prvi podperiod je bazni i obuhvata period pre usvajanja Jedinственог evropskog akta. Drugi podperiod obuhvata vreme neposredno nakon njegovog usvajanja (1986-1991). Treći podperiod je omeđen sa dva važna vremenska trenutka - usvajanje Matrihtskog ugovora i uvođenje jedinstvene valute (1992-1998), a poslednja 3 podperioda pokrivaju vreme po uvođenju evra (1999-2012) razgraničavajući posebno prekrizni i krizni period. Zbog toga je $\beta_{i,t}^{EU}$ specifikovana na sledeći način:

$$\beta_{i,t}^{EU} = \varphi_{i,0} + \varphi_{i,1}D_t^1 + \varphi_{i,2}D_t^2 + \varphi_{i,3}D_t^3 + \varphi_{i,4}D_t^4 + \varphi_{i,5}D_t^5$$

gde su D_t veštačke varijable za pet nebaznih podperioda.

Agregatna prosečna vrednost $\beta_{i,t}^{EU}$ ³⁴⁵ se počev od baznog perioda kontinuirano povećava. Od početne vrednosti 0,37 u periodu 1973-1985, skoro se duplira u narednom podperiodu u kome iznosi 0,66. Rast u trećem podperiodu je skroman i u apsolutnom izrazu je svega 0,06. Međutim, dva poslednja perioda svedoče o još jednom njenom znatnom rastu do skoro idealne vrednosti od 1. Posmatrano po zemljama, visoku vrednost ovog indikatora u svim podperiodima beležimo kod Nemačke, Francuske i Finske, dok se niske vrednosti uočavaju kod Španije, Austrije i Irske³⁴⁶. Nešto drugačiji generalni obrazac kretanja beleži i agregatna prosečna vrednost $\beta_{i,t}^{US}$ kao mera osetljivosti na fluktuacije sa tržišta akcija u SAD-u. Kod nje se sa protekom vremena registruje nekonzistentan rast, koji je zato manje izražen nego kod $\beta_{i,t}^{EU}$. Od polazne vrednosti 0,26, on stiže u poslednjem podperiodu do svoje najviše vrednosti 0,57, ali je primetno da je opadao od uvođenja evra sve do poslednjeg podperioda. Zajednički rast ove dve mere osetljivosti prinosa akcija na nacionalnim tržištima akcija ukazuje da nije došlo samo do rasta nivoa integracije na nivou evrozone, već i do rasta integracije na globalnom nivou između vodećih svetskih tržišta akcija.

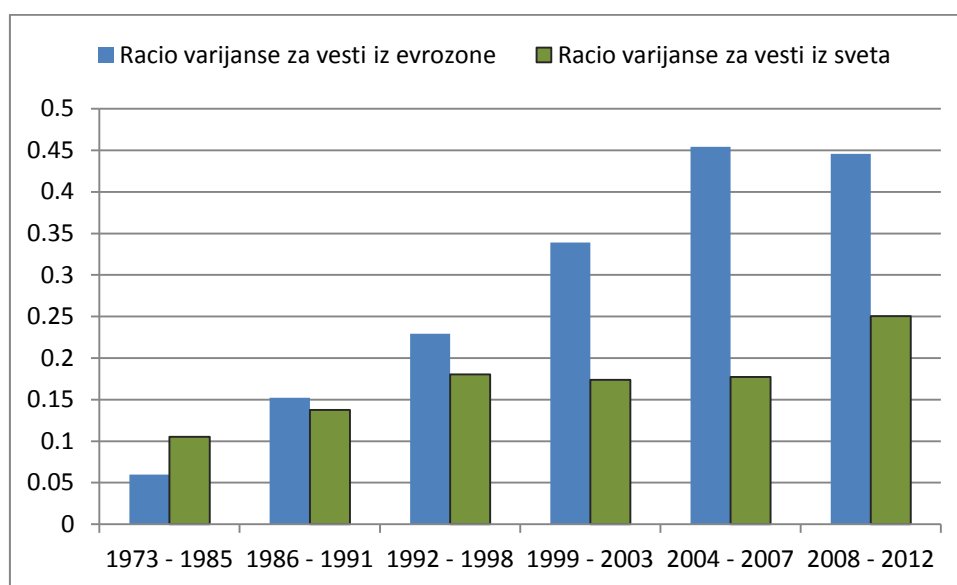
Racio varijanse je merodavni pokazatelj integracije, delimično i zbog svoje interpretacije koja je nedvosmislena i precizna, što omogućava izvođenje referentnijih zaključaka. Kao što je u uvodnom delu glave već bilo navedeno, izvor varijacija agregatnog prinosa akcija u zemlji³⁴⁷ je trojak: lokalne vesti, zajedničke vesti iz evrozone i svetske vesti. Što je uticaj drugog izvora varijacija veći i regionalna evropska finansijska integracija se može smatrati uznapređovalijom. Na slici 51. se može uočiti kretanje racia varijanse po već spomenutim podperiodima. U baznom periodu, relativni značaj vesti iz evrozone i sveta je veoma skroman, pri čemu vesti iz sveta imaju primat. U narednom podperiodu stvari se menjaju tako da vesti iz evrozone sada preuzimaju primat, jer objašnjavaju 15% ukupnih varijacija prinosa akcija na nacionalnim tržištima akcija u odnosu na 13,7% koliko objašnjavaju vesti iz sveta. Procenat objašnjenih varijacija koji se vezuje za vesti iz evrozone se u trećem i četvrtom podperiodu povećava na 23% i 34%, respektivno. U pretposlednjem periodu se beleži maksimalni

³⁴⁵ Dobija se kao neponderisani prosek prosečnih vrednosti $\beta_{i,t}^{EU}$ po zemljama.

³⁴⁶ Za detaljniji pregled pogledati Baelle (2005).

³⁴⁷ Radi se o prinosu na nacionalni tržišni portfolio.

racio od 45,5%. Obzirom da se rast objašnjenih varijacija registruje i kod vesti iz sveta može se zaključiti da značaj lokalnih vesti dugoročno gledano opada, kao i da je regionalna evropska finansijska integracija napredovala brže od globalne. Holandija se izdvaja kao zemlja na koju posebno značajno i vremenski konzistentno utiču vesti iz sveta. Ovo se objašnjava činjenicom da na njenom tržištu akcija važno mesto pripada velikim multinacionalnim kompanijama poput Royal Dutch Shell-a i Phillips-a koje značajan deo ukupnih prihoda ostvaruju na tržištu SAD-a, pa se shodno tome i ekonomsko stanje u SAD-u i na njegovom tržištu akcija odražavaju neposrednije na stanje holandskog tržišta akcija. Sličan šablon se primećuje i kod reakcije tržišta akcija u Nemačkoj i Francuskoj na vesti iz SAD-a. Sveukupno gledano, obrazac kretanja racia varijanse je podudaran sa promenama uočenim kod $\beta_{i,t}^{EU}$, koje su takođe svedočile o upečatljivom progresu u evropskoj finansijskoj integraciji.



Slika 51: Racio varijanse prinosa akcija na lokalnom tržištu akcija

Izvor: European Central Bank

Bekaert, Harvey i Ng (2005) su primenili isti model u nastojanju da objasne varijacije stope prinosa nacionalnih tržišta akcija u odabranim evropskim i neevropskim zemljama. Tako su došli do rezultata da fluktuacije na regionalnim tržištima akcija i SAD-u objašnjavaju svega 12% varijacija stope prinosa u Turskoj, 5,7% u Venecueli, a 28,5% u Argentini i Brazilu. U azijskim zemljama objašnjeni procenat ukupnih

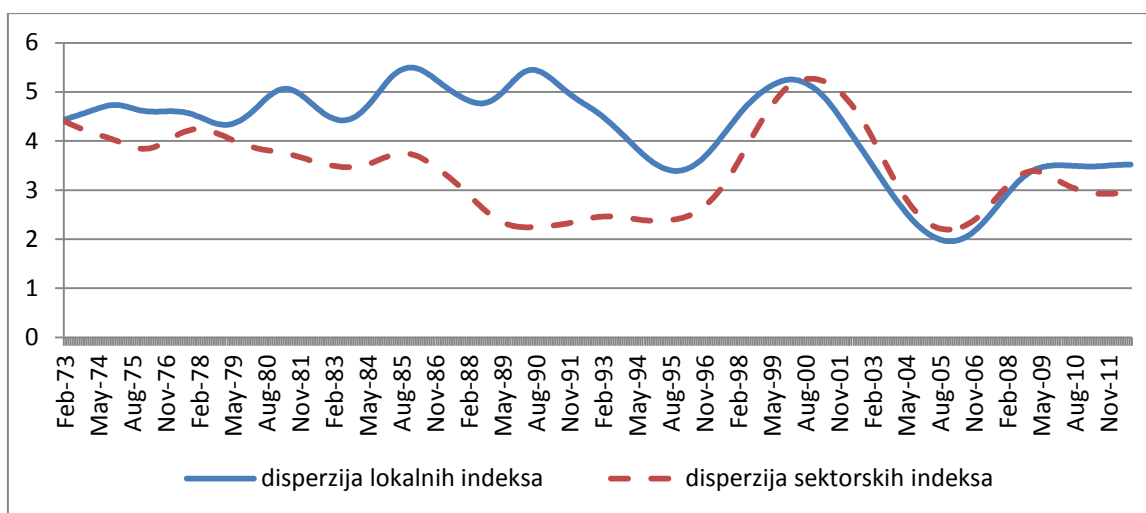
varijacija se kreće od skromnih 5,5% u Južnoj Koreji do visokih 40% na Tajlandu, a blizu potonje vrednosti je još u Indoneziji i Maleziji. Od evropskih zemalja u Mađarskoj i Poljskoj taj procenat iznosi oko 30%, dok je na nivou evrozone čak 60% (prema poslednjem podperiodu). Ova uporedna analiza dodatno potvrđuje nalaz da su tržišta akcija u evrozoni visoko integrisana.

3.4.4.2. Disperzija prinosa indeksa akcija

Na tržištu akcija moguće je izvesti i jedan pokazatelj zasnovan na cenama. On je zasnovan na ideji razlaganja stope prinosa na akciju i testiranja relativnog značaja zemlje porekla i osnovne delatnosti kao faktora koji je determinišu. Prvobitna inspiracija za radove iz ove oblasti se nalazila u nastojanju da se utvrdi podesniji pravac diversifikacije portfolija. Jedan pravac je podrazumevao međunarodnu diversifikaciju, implicirajući uvođenje u portfolio akcija iz različitih zemalja, a drugi pravac diversifikaciju po poslovnim delatnostima, podrazumevajući konstruisanje portfolija sastavljenog od akcija čiji emitenti imaju distinktivne osnovne delatnosti. Sa rastom interesovanja za finansijsku integraciju, nalazi i dostignuća ovih radova su se uspešno iskoristili za drugu namenu - testiranje integracije tržišta akcija. Po ugledu na druge pokazatelje iz ove grupe, ovde se komparira disperzija u stopama prinosa indeksa akcija. Sa jedne strane, to je lokalni indeks akcija koji reprezentuje prosečnu stopu prinosa akcija listiranih na nacionalnoj berzi, a sa druge strane sektorski indeks akcija koji reprezentuje prosečnu stopu prinosa preduzeća iz određene delatnosti čije akcije su listirane na nacionalnim berzama. Adjaouté i Danthine (2003) koji su sproveli navedenu komparaciju su ustvrdili da je u 1980-im i 1990-im godinama disperzija lokalnih indeksa akcija bila upadljivo veća od disperzije sektorskih indeksa akcija, kao i da se razlika u disperziji smanjuje krajem 1990-ih. U slučaju potpune finansijske segmentacije, kao opozita finansijskoj integraciji, ograničene mogućnosti za diversifikaciju ulaganja bi podstakle investitore da zahtevaju viši prinos za ulaganje u akcije kompanija koje nemaju diversifikovanu poslovnu aktivnost³⁴⁸, zbog čega bi

³⁴⁸ Diversifikacija se može postići na dva načina. Prema prvom, kompanija bi mogla da se transformiše u konglomerat koji obuhvata objedinjavanje više poslovnih delatnosti. Po drugom, kompanija bi trebala da se sa postojećom proizvodnjom širi na strana tržišta. Što je ocenjena diversifikacija kod preduzeća manja veća će biti premija za rizik ulaganja u njega, odnosno viša će biti zahtevana stopa prinosa.

disperzija lokalnih indeksa očekivano trebala da bude visoka u odnosu na disperziju sektorskih indeksa, koja prvenstveno odražava razlike u performansama sektora uključenih u analizu. Na integrisanom tržištu³⁴⁹ jaz između dotičnih disperzija bi trebalo da se zatvori, jer bi se koristi od sektorske i geografske diversifikacije trebale izjednačiti.



Slika 52: Disperzija prinosa lokalnih i sektorskih indeksa na tržištu akcija

Izvor: European Central Bank

Polazni korak u analizi je kalkulacija mesečnih stopa prinosa lokalnih indeksa akcija koji su prilagođeni za isplaćene dividende. Za potrebe izravnjanja obračunatih stopa prinosa koristi se uobičajeni Hodrick-Prescott metod (*Hodrick-Prescott filter*), kako bi se dobila ocena komponente dugoročnog trenda vremenske serije. Filtrirani podaci stopa prinosa lokalnih indeksa akcija se mogu međusobno staviti u odnos kako bi se pratio stepen slaganja u njihovom kretanju sa protekom vremena. Ovako bi se došlo do grube ocene korelacije prinosa lokalnih indeksa akcija i njihove disperzije u različitim vremenskim trenucima. Na identičan način vrši se prilagođavanje podataka o stopama prinosa sektorskih indeksa. Svrha filtriranja podataka je usredsređivanje na sporo menjajuće komponente serije koje nisu osjetljive na kratkoročne oscilacije i prolazne fenomene.

³⁴⁹ Zatvaranje jaza podrazumeva da investitori umesto podstrekivanja preduzeća da se diversifikuju, mogu kroz svoj portfolio sprovesti diversifikaciju, što obara premiju za rizik ulaganja u nediversifikovana preduzeća, otvarajući tako prostor industrijskoj specijalizaciji u nacionalnim okvirima.

Na slici 52. je prikazana disperzija lokalnih i sektorskih indeksa izražena kao standardna devijacija. Preloman period se vezuje za sredinu 1990-ih godina kada naglo raste standardna devijacija sektorskih indeksa, koja je u prethodnom višedecenijskom periodu ispoljavala obrnutu tendenciju smanjivanja. Iz slike 52. se vidi da je sve do jula 2000. godine standardna devijacija lokalnih indeksa bila veća nego kod sektorskih indeksa, nakon čega se odnosi veličina menjaju. Nedugo zatim, dolazi do obostranog pada vrednosti ove dve mere disperzije, s tim što je spred između njih veoma uzan, a standardna devijacija sektorskih indeksa nadmašuje konkurentnu meru disperzije. Do nove rotacije reda veličina dolazi u januaru 2009. godine. Od tada do danas standardna devijacija lokalnih indeksa se stabilizovala u uskom rasponu oko vrednosti 3,5%, a sektorskih indeksa oko 3%.

Ako bi se posmatrao samo period nakon uvođenja evra, onda bi se moglo zaključiti da bi strategije zasnovane na međunarodnoj diversifikaciji ili sektorskoj diversifikaciji odbacile veoma bliske rezultate te se ne može deciderano tvrditi da je jedna neopozivo bolja od druge³⁵⁰. Takođe, dobijeni rezultati nisu vremenski konzistentni. Pokazuju značajan stepen varijacije, zbog čega svaka njihova interpretacija koja obuhvata konstatacije u pogledu strukturnih promena u finansijskom sistemu evrozone koje su ih uslovile mora biti uzeta sa rezervom. Do smanjivanja disperzije može doći usled sinhronizacije poslovnih ciklusa u evrozoni, pogotovo kada se radi o njihovom dnu kada svi indeksi padaju. Ona pak nije povezana sa suštinskim obeležjima finansijskog sistema. Drugi fenomeni mogu delimično objasniti uspon sektorske diversifikacije. Razvoj informatičkih i telekomunikacionih tehnologija i kompanija koji se zbio u drugoj polovini 1990-ih godina, može biti faktor koji ga objašnjava i zahvaljujući kome njegove beneficije rastu.

Dodatne analize koje su vršili Adjaouté i Danthine (2003) su se odnosile na poređenje disperzije pojedinačnih lokalnih indeksa i širokog evropskog indeksa akcija. U slučaju da je varijansa pojedinačnih lokalnih indeksa viša od varijanse evropskog indeksa akcija, finansijska integracija bi trebala dovesti do pada premije za rizik ulaganja u

³⁵⁰ Validnost celokupne interpretacije se oslanja na pretpostavku da u celom posmatranom razdoblju nema promena u nacionalnoj sektorskoj strukturi autputa i performansama pojedinačnih sektora. Ovo je jedna od slabosti dotičnog indikatora.

akcije. Za zemlje evrozone nepobitno je i dokazano da je taj uslov ispunjen, što nedvosmisleno ukazuje da je sistematski rizik u evrozoni, meren standardnom devijacijom širokog evropskog indeksa akcija³⁵¹, uvek manji od onog izmerenog na nacionalnim tržištima akcija. Do ovog rezultata se dolazi na sledeći način. Premija za rizik investiranja u određenu finansijsku imovinu se dobija kao proizvod količine rizika i njegove jedinične cene. Prema CAPM-u jediničnu cenu rizika reprezentuje premija rizika tržišnog portfolija po jedinici njegove varijanse³⁵², dok je količina rizika opredeljena doprinosom konkretne aktive/portfolija riziku tržišnog portfolija. Kod segregiranog finansijskog tržišta kod kojeg u portfolio ulaze samo domaće akcije, premija za rizik takvog portfolija se dobija kao proizvod njegove varijanse (σ_i^2) i jedinične cene rizika (P). Ako se radi o jedinstvenom finansijskom tržištu količina rizika lokalnog tržišnog portfolija nije više njegova varijansa već njegova beta (β_i) sa svetskim portfolijom. Poželjno bi bilo da je u tom slučaju kvantum rizika koji se otklanjaju diversifikacijom veći, zbog čega će oni biti eliminisani i iz premije za rizik, što znači da prestaju razlozi za kompenzovanje investitora za snošenje tih rizika, pa će i sama premija biti manja. Obzirom da je već navedeno da je beta:

$$\beta_i = \frac{cov(r_{it}, r_{Mt})}{var(r_{Mt})}$$

proishodi da je premija za rizik proizvod kovarijanse lokalnog portfolija sa svetskim portfolijom ($cov(r_{it}, r_{Mt})$) i jedinične cene rizika (P)³⁵³. Da bi se moglo nastaviti sa daljom razradom neophodno je uvesti pretpostavku da je jedinična cena rizika konstantna i jednaka u inicijalno segregiranim tržištima, posmatrano pojedinačno, i u jedinstvenom finansijskom tržištu. Kovarijansa se može izraziti na sledeći način:

³⁵¹ U pitanju je bio MSCI EMU indeks.

³⁵² Formalno gledano, ona se izražava na sledeći način prema Bodie, Kane, Marcus (2002):

$$P = \frac{E(r_M) - r_f}{\sigma_M^2}$$

³⁵³

$$E(r_{it}) - r_f = cov(r_{it}, r_{Mt}) \left(\frac{E(r_{Mt}) - r_f}{\sigma_{Mt}^2} \right) = cov(r_{it}, r_{Mt}) * P$$

$$\text{cov}(r_{it}, r_{Mt}) = \rho_{i,M} \sigma_i \sigma_M$$

iz čega sledi da zaključak o koristima od finansijske integracije možemo da izvedemo iz poređenja premije za rizik lokalnog portfolija u uslovima segregacije i u uslovima jedinstvenog tržišta, za šta koristimo relaciju:

$$\sigma_i^2 P > \rho_{i,M} \sigma_i \sigma_M P$$

Preuređujući relaciju dolazimo do uslova koji se mora ispuniti da bi premija za rizik na jedinstvenom tržištu bila manja nego na segregiranim tržištima:

$$\frac{\sigma_i}{\sigma_M} > \rho_{i,M}$$

Ako se zna da je maksimalna vrednost koeficijenta korelacije +1, onda je dovoljno da su standardne devijacije pojedinačnih lokalnih indeksa više od varijanse evropskog indeksa akcija da bi efekat integracije bio pad premije rizika. To znači da bi se za svaku zemlju uključenu u integracione procese trebao utvrditi odnos ovih standardnih devijacija kako bi se izveo svodni zaključak o njihovom percipiranom efektu.

Faruquee (2007) ističe tri primedbe na pokazatelje integracije tržišta akcija zasnovanim na cenama i vestima:

1. neuporedivost akcija obuhvaćenih analizom
2. strukturni faktori/razlike
3. zajednički šokovi

Hartije od vrednosti sa fiksnim prihodom, kao što su obveznice, i instrumenti sa tržišta novca mogu da se definišu sa skromnim brojem nespornih zajedničkih obeležja - ugovorenom kamatnom stopom, rokom dospeća i kreditnim rejtingom dužnika. Sa druge strane, akcije predstavljaju vlasnički udeo u preduzeću koje je na svoj način jedinstveno. Akcionari plaćaju određenu cenu za akcije kupujući time pravo na buduća novčana primanja koja su neizvesna, a zavise između ostalog od proizvodnog

asortimana preduzeća, kvaliteta i sposobnosti njegovog rukovodstva, poslovne strategije i planova, dividendne politike, ponašanja i pritiska konkurenata, preferencija potrošača itd. Ne samo da je broj ovih obeležja veliki, već se oni menjaju sa protekom vremena kod svakog preduzeća što sveukupno kreira diferencijalan profil rizika za svaku akciju.

Pri konstruisanju lokalnih indeksa akcija koji se koriste pri obračunu indikatora, ma kako sveobuhvatni oni bili, ne može se implicitno pretpostaviti njihova komparabilnost. Razlike u nacionalnim strukturama ukupne proizvodnje se reflektuju na ponder koji se pripisuje preduzećima iz određene delatnosti pri konstrukciji lokalnog indeksa akcija. Preduzeća iz dominantne delatnosti u nacionalnoj privredi će zauzimati važnije mesto i bitnije uticati na kretanje lokalnog indeksa akcija zahvaljujući većem ponderu. Ako je vodeća delatnost u određenoj privredi poljoprivreda, onda se očekuje da preduzeća koja joj pripadaju, zajedno sa preduzećima iz prehrambene industrije, dominiraju berzom i njenom tržišnom kapitalizacijom. U određenim privredama u prvom planu će biti istaknuta neka druga delatnost, kao što su: rudarstvo, građevinarstvo, turizam, trgovina na veliko i malo ili finansijska delatnost; ili određena oblast unutar delatnosti, kao što su: proizvodnja računara i elektronskih proizvoda, telekomunikacije ili računarsko programiranje. U krajnjoj liniji, svaka privreda će biti specifičan miks važnosti probranih delatnosti i oblasti privrede, koje mogu da se nalaze u različitim fazama konjunktura. Ovu diferencijaciju u strukturama proizvodnje po zemljama, koja se reflektuje i na tržištu akcija, prema Kalemli-Ozcan, Sørensen i Yosha (2001) podstiče ekonomska integracija koja se odigrava u realnom sektoru ekonomije. Svako smanjenje smetnji za trgovinu robama i uslugama i pad transportnih troškova, kao i drugih troškova povezanih sa razmenom, deluju u smeru jačanja specijalizacije. Autori ističu da zbog industrijske specijalizacije u ekonomski integrisanom prostoru sastavi lokalnih indeksa akcija streme divergenciji. Ipak, ova tvrdnja nije unisono prihvaćena jer se pojavljuju i druge sile sa suprotnim dejstvom koje mogu podstaći diversifikaciju nacionalnih privrednih struktura. Imbs i Warziarg (2003) ukazuju da sektorska koncentracija ekonomske aktivnosti varira sa nivoom privrednog razvoja i da uzima oblik U krive. Sa rastom dohotka per capita, koji korespondira rastu produktivnosti³⁵⁴, zemlja prvo diversifikuje svoju privrednu strukturu da bi na određenom stadijumu

³⁵⁴ Prema Rikardovom modelu međunarodne trgovine svaki porast produktivnosti u zemlji u odnosu na produktivnost na svetskom nivou dovodi do rasta sektorske diversifikacije.

razvoja ponovo do izražaja došla koncentracija privredne strukture. Ovome doprinosi i sama finansijska integracija. Investitori koji ulažu u uslovima segmentiranog finansijskog tržišta zahtevaju premiju za ulaganje u vlasnički kapital nediversifikovanih preduzeća, a koju neće zahtevati za ulaganje u preduzeća sa diversifikovanom poslovnom aktivnošću koja po definiciji imaju stabilnije poslovne rezultate i novčane tokove. Zahtevanje premije gubi smisao sa liberalizacijom kapitalnih tokova i slobodnim investiranjem u akcije stranih preduzeća³⁵⁵, što obara troškove kapitala za preduzeća fokusirana na jednu osnovnu delatnost i pospešuje specijalizaciju.

Dejstvo šokova, čije posledice se rasprostiru na širem ekonomski integrisanom prostoru, može biti uzrok rasta korelacije između lokalnih indeksa akcija. Interpretirati nekritički svaki rast korelacije između lokalnih indeksa isključivo kao rezultat rasta integracije može rezultovati pogrešnim ocenama o integraciji i njenoj evoluciji. Po prirodi stvari, napredak u integraciji realnog sektora i jedinstvena monetarna politika mogu biti objektivni izvor rasta korelacije. Rezultat monetarne integracije je kompaktna i linearna kamatna politika u svim uključenim zemljama koja je jedna od manifestacija zajedničkog šoka. Što je homogenizacija šokova izraženija, viša korelacija indeksa je izvesnija, ali uz nepromenjen nivo integracije. Prema CAPM modelu, u okruženju potpuno integrisanih tržišta akcija jedino ima opravdanja da kovarijansa akcije sa svetskim portfolijom bude valorizovana u *ex-ante* prinosima akcija, tako da svaki specifični rizik, koji se može odagnati diversifikacijom, ne bi smeo da bude valorizovan i uključen u stopu prinosa. Ako se koriste *ex-post* stope prinosa, što je slučaj kod obračuna stope prinosa lokalnog indeksa, onda se podudaranje kretanja tržišnih prinosa prosto može desiti kao posledica zajedničkih šokova³⁵⁶.

³⁵⁵ Implicitno se pretpostavlja da strana preduzeća koja su se specijalizovala u određenoj delatnosti jesu efikasnija i uspešnija u njenom obavljanju od domaćih diversifikovanih preduzeća, a u čije ulaganje su ranije bili skloni domaći investitori. Domaća diversifikovana preduzeća su možda odabrala da vrše određenu delatnost samo zbog povoljne percepcije ograničenih domaćih investitora o njima i koristi koje iz nje proizlaze.

³⁵⁶ Adam et al. (2002).

3.4.4.3. Kvantitativni pokazatelji na tržištu akcija

Druga klasa indikatora integracije tržišta akcija se vezuje za geografsku konfiguraciju portfolija vlasničkih hartija od vrednosti od strane rezidenata evrozone. Prvi indikator je opšteg karaktera i pokazuje koliko u proseku rezidenti jedne članice evrozone ulažu u tržišta akcija drugih zemalja evrozone. Drugi indikator se vezuje za odlike portfolia investicionih fondova i blizak je sličnom indikatoru izvedenom na tržištu obveznica.

Prvi indikator se izvodi iz izraza:

$$\frac{\sum_i \sum_{j \neq i} Outstock_{ij,t}}{\sum_i MKT_{i,t} + \sum_i TOutstock_{i,t} - \sum_i TInstock_{i,t}}$$

U brojiocu izraza nalazi se član $Outstock_{ij}$ koji označava vrednost akcija emitovanih od strane rezidenata iz zemlje i koja je članica evrozone, a koje se nalaze u posedu rezidenata iz zemlje j ($i \neq j$) koja je takođe članica evrozone. MKT_i označava tržišnu kapitalizaciju u zemlji i , dok $TOutstock_i$ i $TInstock_i$ označavaju ukupnu inostranu aktivu i ukupne inostrane obaveze³⁵⁷ rezidenata zemlje i , respektivno. Imenilac izraza je konstruisan tako da polazi od tržišne kapitalizacije u zemlji i koja se koriguje naniže za vrednost domaćih akcija koje se nalaze u posedu inostranih investitora, čime razlika predstavlja vrednost portfolija domaćih akcija u posedu domaćih investitora; a potom naviše za deo portfolija njenih rezidenata koji se sastoji od inostranih akcija, a potom naniže. Imenilac stoga predstavlja vrednost ukupnog portfolija akcija rezidenata zemlje i , a brojilac pokazuje koliki deo te vrednosti čine akcije emitovane u drugim zemljama evrozone. Na sličan način se konstruiše i komplementarni indikator koji pokazuje koliko su u portfoliju akcija nerezidenata evrozone zastupljene akcije emitovane u evrozoni³⁵⁸.

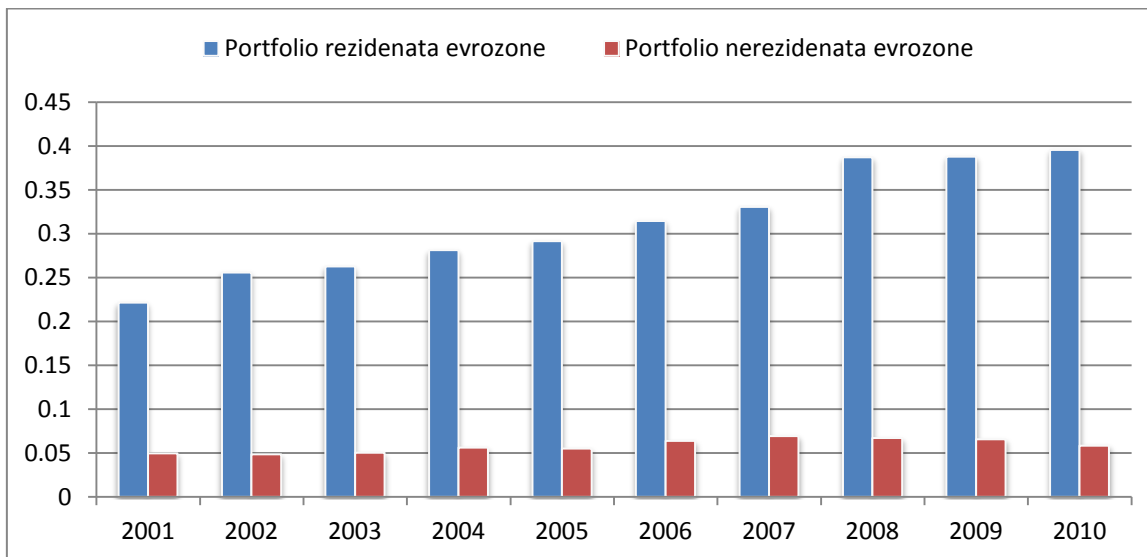
³⁵⁷ Ukupna inostrana aktiva je vrednost inostranih akcija koje se nalaze u posedu rezidenata zemlje i , dok ukupne inostrane obaveze predstavljaju vrednost domaćih akcija u posedu nerezidenata.

³⁵⁸ Izraz za dobijanje ovog indikatora je:

$$\frac{\sum_i \sum_{r \neq i} Outstock_{ir,t}}{\sum_r MKT_{r,t} + \sum_r TOutstock_{r,t} - \sum_r TInstock_{r,t}}$$

gde r u subskriptu označava zemlju koja ne pripada evrozoni.

On takođe predstavlja procentualno učešće akcija iz evrozone u vrednosti njihovog ukupnog portfolija. Na slici 53. su prikazana oba indikatora.



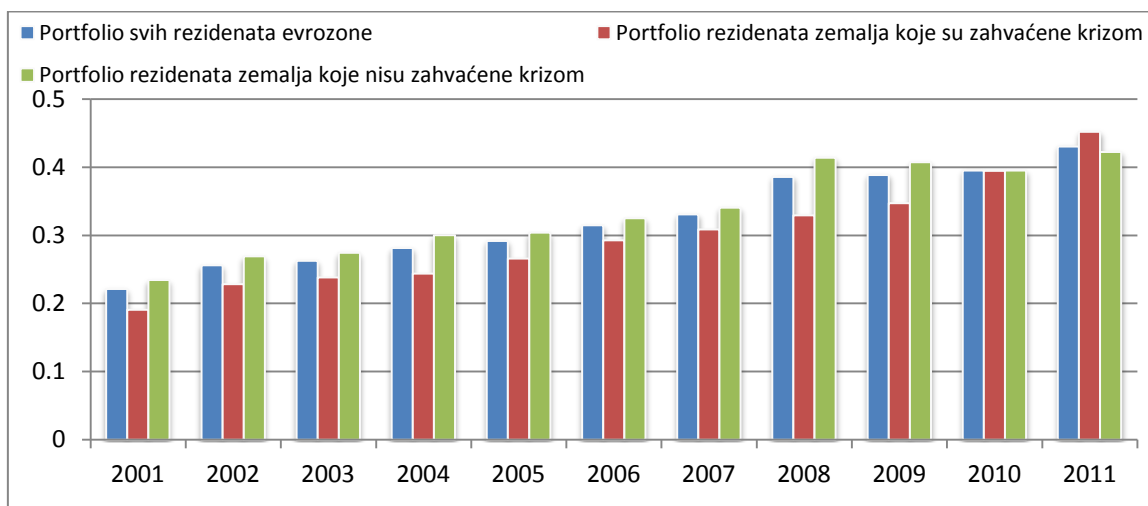
Slika 53: Investicije rezidenata i nerezidenata evrozone u akcije iz evrozone

Izvor: European Central Bank

Ako se ima u vidu da je u 1997. god. udeo akcija iz evrozone u portfoliju rezidenata evrozone iznosio 13,3%, a da se taj udeo u 2001. god. popeo na 22,1% evidentno je da je integracija tržišta akcija prema ovom indikatoru napredovala veoma brzo. U 2003. god. udeo je iznosio 22,3%, što bi značilo da se u periodu od svega 6 godina relevantni udeo udvostručio. Sa manjim ili većim intenzitetom, udeo je rastao i u narednim godinama da bi u 2010. god. stigao veoma blizu granice od 40%. Prema kretanju vrednosti ovog indikatora jasno se vidi da period krize nije ostavio znatnijeg traga na njemu. Isto se ne može reći za udeo akcija iz evrozone u portfoliju nerezidenata evrozone, koji blago opada, ali je i dalje na višem nivou od onog registrovanog u 2001. god. Za razliku od impresivnog rasta prekograničnih investicija u akcije unutar evrozone, nerezidentni nisu sa jednakim entuzijazmom povećavali udeo akcija iz evrozone u svojim portfolijima u razmatranom periodu.

Udeo akcija iz evrozone u portfoliju rezidenata evrozone može da se posmatra odvojeno za zemlje koje su zahvaćene krizom u poslednjim godinama i one koje su je

pošteđene³⁵⁹. Slika 54. daje takav prikaz. Ona svedoči o balansiranom napretku u integraciji tržišta akcija kojeg nije uzdrmala ni kriza u evrozoni.



Slika 54: Investicije u akcije iz evrozone u zemljama evrozone koje su zahvaćene krizom i koje nisu zahvaćene krizom

Izvor: European Central Bank

U 2011. god. je pređena granica razmatranog udela od 40%, i prvi put je udeo kod rezidenata zemalja koje su zahvaćene krizom prevazišao istovetni udeo kod zemalja koje nisu zahvaćene krizom. Ako se ima u vidu da je stanje na tržištu obveznica bilo sasvim suprotno, rezultati na tržištu akcija deluju još ubedljivije.

Nešto sveobuhvatniji prikaz ulaganja na tržištima akcija u Evropi daje Koordinirani izveštaj o portfolio investicijama MMF-a³⁶⁰. On daje podatke o tome koliko je učešće investicija u akcije iz evrozone i Evropske Unije u ukupnoj vrednosti portfolija inostranih akcija svake od zemalja Evropske Unije.

³⁵⁹ Za pripadnost zemalja evrozone jednoj od ove dve grupe pogledati tačku rada posvećenu integraciji tržišta novca.

³⁶⁰ Obuhvat i primenjena metodologija u ovom izveštaju se ne podudaraju sa onima koje koristi Evropska centralna banka. Za preciznije informacije pogledati IMF (2002).

Tabela 36: Pregled ulaganja u tržišta akcija 27 zemalja EU od strane pojedinačnih zemalja EU

	1997	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Nemačka	-	72.29	75.29	74.85	77.26	78.40	73.98	78.49	83.84	82.15	79.97
Austrija	61.32	64.61	64.36	64.86	66.28	65.39	65.73	66.87	69.86	71.55	71.99
Belgija	88.17	84.80	85.34	84.56	86.93	86.93	84.87	85.31	85.36	88.61	86.27
Bugarska	-	-	78.65	65.89	87.98	88.17	94.57	76.50	85.28	77.08	72.08
Kipar	-	27.79	18.73	47.11	26.39	35.44	23.72	31.95	48.73	43.59	39.34
Danska	54.17	49.15	46.44	45.15	46.51	43.53	45.87	47.45	43.19	42.68	41.72
Slovačka	-	78.20	81.10	89.65	85.77	78.47	76.55	72.75	67.57	68.31	74.05
Slovenija	-	-	-	-	-	-	-	-	-	52.77	49.87
Španija	55.78	72.87	80.37	77.70	80.66	81.41	82.88	77.72	73.53	75.38	75.59
Estonija	-	86.20	81.13	74.23	73.78	66.91	71.63	76.20	79.95	76.28	78.83
Finska	66.54	64.45	68.84	72.71	71.71	67.99	66.50	65.78	62.85	63.51	63.44
Francuska	49.89	64.71	67.31	66.58	68.63	64.75	64.79	61.30	61.85	65.03	64.50
Grčka	-	73.60	56.84	47.13	56.55	62.38	62.34	65.23	58.55	62.76	60.74
Mađarska	-	57.77	66.16	61.44	63.54	74.03	80.12	89.47	84.95	76.24	74.41
Irska	43.99	43.33	45.18	50.09	50.67	49.32	50.58	52.23	50.42	50.16	45.41
Italija	62.49	71.71	74.95	76.02	76.86	77.53	82.62	85.48	88.82	89.80	85.46
Letonija	-	-	-	-	-	-	30.36	37.08	60.27	68.64	82.38
Litvanija	-	-	-	-	-	-	-	-	-	87.21	89.43
Luksemburg	-	49.65	47.33	44.96	45.98	45.05	45.94	44.38	44.63	42.80	39.16
Malta	-	54.80	76.36	85.07	44.76	73.44	77.29	74.36	73.39	70.96	74.35
Holandija	38.18	40.33	42.70	37.62	37.40	37.36	40.00	43.19	42.68	41.60	40.92
Poljska	-	65.72	0.13	58.70	52.84	54.23	67.73	69.69	79.15	68.79	63.22
Portugal	61.44	72.85	77.89	77.04	84.03	83.91	80.98	78.21	76.74	69.68	67.18
V. Britanija	38.83	45.23	34.74	32.83	36.48	30.94	31.88	30.69	31.05	30.09	28.89
Češka	-	29.27	45.29	82.68	89.65	86.13	84.92	87.74	89.16	84.79	81.44
Rumunija	-	79.67	86.61	77.66	95.07	97.14	97.65	98.59	98.12	92.47	95.49
Švedska	52.17	48.67	53.63	51.95	52.69	51.61	51.83	53.18	53.34	53.07	51.83
Euro area	54.59	61.17	62.73	60.91	61.68	60.58	61.53	61.54	62.47	61.42	58.58
EU-15	47.03	56.76	56.10	54.73	55.86	53.57	54.98	55.01	55.96	54.96	52.68
EU-25	47.03	56.73	56.07	54.75	55.88	53.62	55.04	55.13	56.11	55.08	52.80
EU-27	47.03	56.73	56.07	54.75	55.88	53.62	55.04	55.13	56.12	55.08	52.81

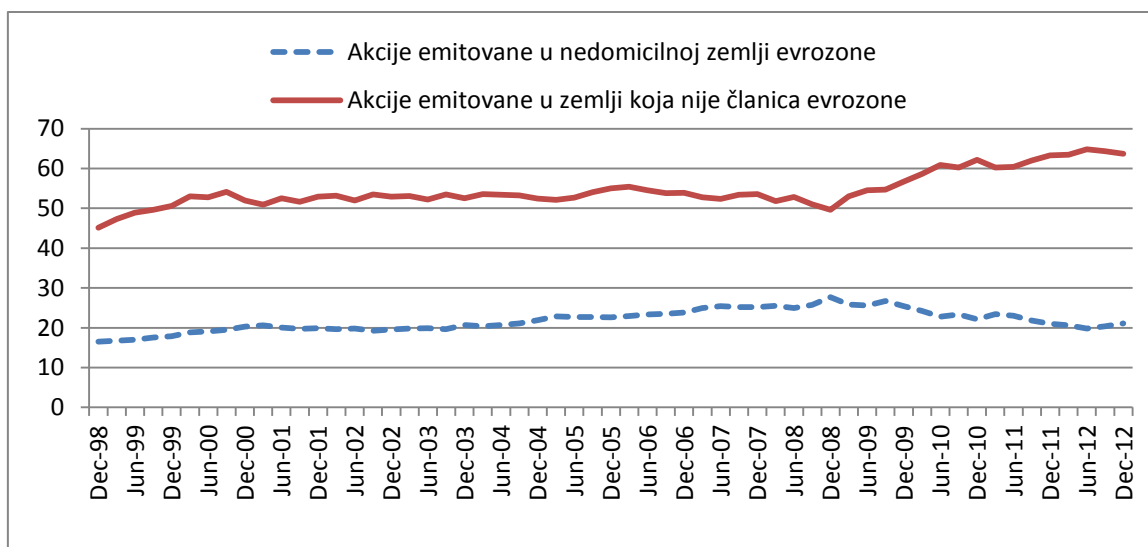
Izvor: International Monetary Fund (Coordinated Portfolio Investment Survey)

Podatak iz tabele 36. pokazuje da je npr. Nemačka u 2010. god. blizu 80% svih svojih investicija u inostrana tržišta akcija usmeravala ka tržištima zemalja EU. Kod svih zemalja evrozone taj procenat je relativno visok, pa se primećuje da je nivo investicija iz ove skupine zemalja u zemlje EU veći nego što u proseku iznosi za sve zemlje EU, 58,58% spram 52,81%³⁶¹. Velika Britanija se ističe po relativno skromnom učešću

³⁶¹ Ako se pogledaju učešća pojedinačnih zemalja evrozone primećuje se da čak 12 zemalja, među njima se ubrajaju i najveće zemlje - Nemačka, Francuska, Italija i Španija, ima veće učešće investicija u zemlje EU nego što iznosi prosek evrozone. Samo Kipar, Slovenija, Irska, Luksemburg i Holandija imaju učešće koje je manje od proseka evrozone. Ovakva konstalacija odnosa je na prvi pogled paradoksalna. Međutim, kada se posmatra apsolutni nivo investicija u inostrane akcije u npr. 2010. god, na pročelju se nalazi Luksemburg sa ukupnim iznosom od preko 1225 milijardi dolara, dok je druga Nemačka sa 739 milijardi dolara. Izuzetno visoke iznose investicija beleže još i Irska sa 609 milijardi i Holandija sa 653 milijarde dolara. Drugim rečima samo tri zemlje - Luksemburg, Irska i Holandija - sa malim učešćem investicija u akcije zemalja EU čine polovinu ukupnih investicija svih zemalja evrozone u inostrane

ulaganja u tržišta akcija EU. To učešće je tokom godina variralo iznad nivoa od 30% da bi u 2010. god. palo ispod tog nivoa. Sa druge strane najveće učešće ulaganja u tržišta akcija EU beležimo kod Rumunije koja preko 95% svojih ukupnih investicija usmerava ka EU. Luksemburg i Holandija kao finansijski centri sa manjim intenzitetom ulažu u EU. Razmatrani izveštaj takođe omogućava da se sameri koliko u ukupnim stranim investicijama na tržištu akcija pojedinačne zemlje EU učestvuju agregatno ostale zemlje EU. Zemlje evrozone, koje najveći deo investicija usmeravaju ka zemljama EU, još više koristi imaju od investicija iz EU obzirom da učešće investicija iz EU u te zemlje, izraženo u odnosu na ukupan saldo stranih investicija, prevazilazi učešće investicija tih zemalja u zemlje EU, izraženo u odnosu na njihova ukupna ulaganja u inostrana tržišta akcija. U 2010. god. taj procenat je iznosio 64,24%, što znači da je blizu 2/3 svih inostranih ulaganja u tržišta akcija zemalja evrozone poticalo iz zemalja EU.

Drugi kvantitativni indikator tržišta akcija je prikazan na slici 55.



Slika 55: Struktura portfolija akcija investicionih fondova

Izvor: European Central Bank

Rast udela akcija emitovanih u evrozoni u portfoliju akcija koji formiraju investicioni fondovi iz evrozone³⁶² je tekao sporije u odnosu na rast zabeležen na nivou svih

akcije. Na osnovu toga se dolazi do nešto skromnijeg prosečnog procenta ulaganja u akcije zemalja EU od strane svih zemalja evrozone.

³⁶² U ukupnom portfoliju hartija od vrednosti ovih investicionih fondova udeo akcija je oko 50%.

subjekata evrozone. U periodu pre ulaska u treću fazu uspostavljanja ekonomske i monetarne unije udeo ovih akcija kod investicionih fondova je bio nešto iznad proseka evrozone - oko 17%, da bi nakon jednokratnog skoka izazvanog uvođenjem evra nastupio period stagnacije na koji se nastavio period ubrzanog rasta u vremenskom razdoblju 2004-2008. U decembru 2008. god. zabeleženo je najveće učešće ovih akcija u portfoliju od 27,7%. Udeo je u relativnom izrazu najbrže rastao u najmanjim zemljama evrozone - kao što su Grčka, Portugal i Slovenija. Španija je jedina zemlja koja je u jednom trenutku prešla granicu udela od 40%.

Ako se posmatra udeo domaćih akcija u portfoliju uočava se da on kontinuelno opada, sa nivoa od 32% u 1998. god. do nivoa od svega 15% u 2012. god. Od zemalja evrozone najveći pad udela domaćih akcija je primećen kod Slovenije i Portugala. U Sloveniji je udeo domaćih akcija iznosio 95% u 2003. god, da bi u 2008. god. pao na ispod 50%³⁶³. Austrija i Luksemburg su jedine zemlje koje odstupaju od ovog trenda, obzirom da one beleže kontinuiran rast udela domaćih obveznica, koji u apsolutnom izrazu ipak nije visok.

Skromna ulaganja u domaće akcije i akcije emitovane u drugim zemljama evrozone vode prevazi akcija emitovanih u zemljama koje nisu članice evrozone u ukupnom portfoliju akcija. Od 2000. god. njihovo učešće nije padalo ispod 50%. Izražajan rast nastupa od 2009. god, tako da je sredinom 2010. god. ono prešlo 60%, a najveću vrednost zabeležilo u junu 2012. god. od blizu 65%. Investicioni fondovi su na krizni period reagovali povlačenjem iz akcija evrozone i ulaganjem u akcije izvan evrozone. Dok generalni razlog za ulaganje u akcije izvan evrozone jeste iskorišćavanje mogućnosti za diversifikaciju, što akcije denominirane u stranim valutama pružaju u odnosu na valutnu koncentraciju na nivou evrozone, kao dodatni razlog može da se navede i perspektiva za rast evrozone. Podaci o privrednom rastu u evrozoni u odnosu na rast na drugim tržištima, poput azijskog tržišta koje okuplja zemlje sa dobrim privrednim izgledima, u periodu od nastupanja krize suverenog duga verifikuju utemeljenost ovog razloga.

³⁶³ Slovenija je karakteristična po tome što je udeo koji je ranije otpadao na domaće akcije pripao akcijama koje su emitovane izvan evrozone. Najveći deo tih akcija je emitovan u bivšim SFRJ republikama, a ovo je logičan ishod orijentisanosti slovenačke privrede na taj region.

3.4.5. Tržište bankarskih usluga

U glavi 2. rada dat je pregled ključnih obeležja bankarskog sektora u evrozoni uz koji su istaknuti osnovni pravci njegovog razvoja u poslednje dve dekade. Opservacije i zaključci izloženi u toj glavi su od značaja za razumevanje rezultata integracije tržišta bankarskih usluga koji će biti izloženi u nastavku.

Cabral, Dierick i Vesala (2002) su prvi postavili osnove za utvrđivanje nivoa integracije tržišta bankarskih usluga. Njihov pristup se zasnivao na podeli ukupnih bankarskih aktivnosti na tri celine i selekciji odgovarajućih bankarskih proizvoda u svakoj od njih na osnovu čije analize se izvodi ocena o nivou integrisanosti. Prvu celinu čine bankarske aktivnosti realizovane između banaka međusobno, ili banaka i drugih finansijskih institucija (*wholesale banking activity*). Ove aktivnosti mogu inicirati same banke, a mogu ih inicirati i klijenti banaka davanjem naloga za obavljanjem plaćanja, pri čemu se prenos novca vrši na račun partnera klijenta banke koji ima račun u nekoj drugoj banci. Najvećim delom, integracija ove celine bankarskog poslovanja je izložena u tački posvećenoj analizi integracije tržišta novca, obzirom da su dotične aktivnosti uglavnom koncentrisane na njemu. Drugu celinu čine aktivnosti banaka koje su usko povezane sa tržištima hartija od vrednosti i čiji je vremenski horizont dugoročno postavljen (*capital market-related activities*). Srž ovih aktivnosti je posredovanje u alokaciji dugoročnih izvora finansiranja na različite korisnike preko hartija od vrednosti ili multilateralnih kreditnih ugovora. Ove aktivnosti se sprovode, po pravilu, na tržištu kapitala. U određenim finansijskim sistemima, poput onog u SAD-u, ove aktivnosti se smatraju aktivnostima investicionog bankarstva: "One [investicione banke - dodao V.L.] su faktički kreatori primarnog tržišta. U postupku emisije akcija i obveznica, banke imaju tri osnovne funkcije: a.) savetodavnu - permanentno praćenje i analiziranje kretanja na tržištu, b.) pokroviteljstvo emisije - jemstvo plasmana određene vrednosti papira emitovanih od strane kompanija i c.) distribucija (prodaja) - vrše distribuciju novoemitovanih vrednosnih papira na tržištu kapitala u korist investitora³⁶⁴". Kao klijenti u ovoj vrsti poslova figuriraju velike korporacije. Treća celina se odnosi na tradicionalne depozitno-kreditne bankarske poslove (*retail banking activity*). U klijente

³⁶⁴ Šoškić i Živković (2007).

koji koriste usluge banaka koje pripadaju ovoj celini se svrstavaju fizička lica, preduzetnici i pravna lica koja pripadaju kategoriji malih i srednjih preduzeća. Velika preduzeća takođe mogu da koriste ove usluge banaka. Pokazatelji integracije ovog skupa bankarskih aktivnosti će biti primarno izloženi u nastavku.

Istorijski gledano, veliki naponi su bili uloženi u harmonizaciju bankarskih propisa i regulative širom evrozone i EU³⁶⁵. Njihovi krajnji ciljevi su bili liberalizacija i integracija tržišta bankarskih usluga. Dok su novi, harmonizovani propisi polako stupali na snagu sa velikim očekivanjima su se pratili njihovi rezultati. Nažalost, oni su bili daleko skromniji od naraslih očekivanja.

Iz pravne perspektive samereno, integracija tržišta bankarskih usluga se nalazi na veoma visokom nivou. Nesaobraznost realnog stanja na tržištu sa njom ukazuje da se izvor problema nalazi na mestu drugačijem od pravnog okvira. Objektivne smetnje integraciji se sastoje od spleta faktora neregulatornog karaktera, povezanih sa obeležjima pojedinačnih nacionalnih tržišta bankarskih usluga. Među njima mogu posebno da se izdvoje kulturološke razlike, u koje spadaju potrošačke navike i preferencije.

Pokazatelji integracije tržišta bankarskih usluga se dele na one zasnovane na cenama i na kvantitetima. U pokazatelje zasnovane na cenama spadaju disperzija prosečnih nacionalnih kamatnih stopa na određene vrste kredita i beta konvergencija (β)³⁶⁶.

Obračun standardne devijacije nacionalnih kamatnih stopa na kredite preduzećima i fizičkim licima je jednostavan i precizan pokazatelj integracije. Pod pretpostavkom da se kod uspele finansijske integracije očekuje da su prinosi na uporedive, ali ne do kraja identične, finansijske aktive veoma bliski, pad standardne devijacije je ciljani ishod. Za obračun ove mere disperzije koriste se harmonizovane serije nacionalnih kamatnih stopa, o čijem obračunu se stara ECB, koje počinju od januara 2003. god. Ove mesečne serije kamatnih stopa su pouzdanije u odnosu na one koje su se koristile ranije, jer su izbegnute nedoslednosti u nacionalnim statističkim metodologijama i terminologijama

³⁶⁵ Ova problematika je detaljno izložena u prvoj glavi rada, u tački koja se ticala uspostavljanja jedinstvenog tržišta finansijskih usluga u EU.

³⁶⁶ Beta konvergencija je objašnjena u prvoj tački ove glave.

koje se tiču kamatnih stopa³⁶⁷. Za razliku od obračuna standardne devijacije kamatnih stopa na tržištu novca, koji se zasniva na neponderisanom proseku stopa, obračun disperzije kamatnih stopa na kredite se zasniva na ponderisanom proseku nacionalnih kamatnih stopa. Izraz za prosečnu kamatnu stopu u evrozoni, koja predstavlja ponderisani prosek, je:

$$r_t = \sum_c w_{c,t} r_{c,t}$$

pri čemu $r_{c,t}$ označava kamatnu stopu koja preovlađuje u zemlji c u mesecu t , a $w_{c,t}$ je ponder zemlje c u ukupnom iznosu novoodobrenih zajmova na nivou evrozone u mesecu t ³⁶⁸.

Iz toga sledi da je ponderisana standardna devijacija kamatnih stopa u evrozoni:

$$M_t = \sqrt{\sum_c (r_{c,t} - r_t)^2 w_{c,t}}$$

3.4.5.1. Disperzija kamatnih stopa na kredite preduzećima

Na slici 56. prikazano je kretanje standardne devijacije nacionalnih kamatnih stopa na kredite preduzećima. U obzir su uzete četiri vrste kredita, koje su definisane shodno odabranim kriterijumima - rok dospeća i nominalni iznos kredita. U periodu 1990-2002. god. koji je pokriven neharmonizovanim serijama kamatnih stopa, pa nije ni prikazan na slici 56, izdvojile su se tri etape. Prva etapa se proteže od početka perioda do krize mehanizma deviznih kurseva (ERM). Nju obeležava visoka standardna devijacija stopa. U drugoj etapi, koja se proteže do ulaska u treću fazu uspostavljanja ekonomske i monetarne unije, razlike u kamatnim stopama se osetno smanjuju, što prati i

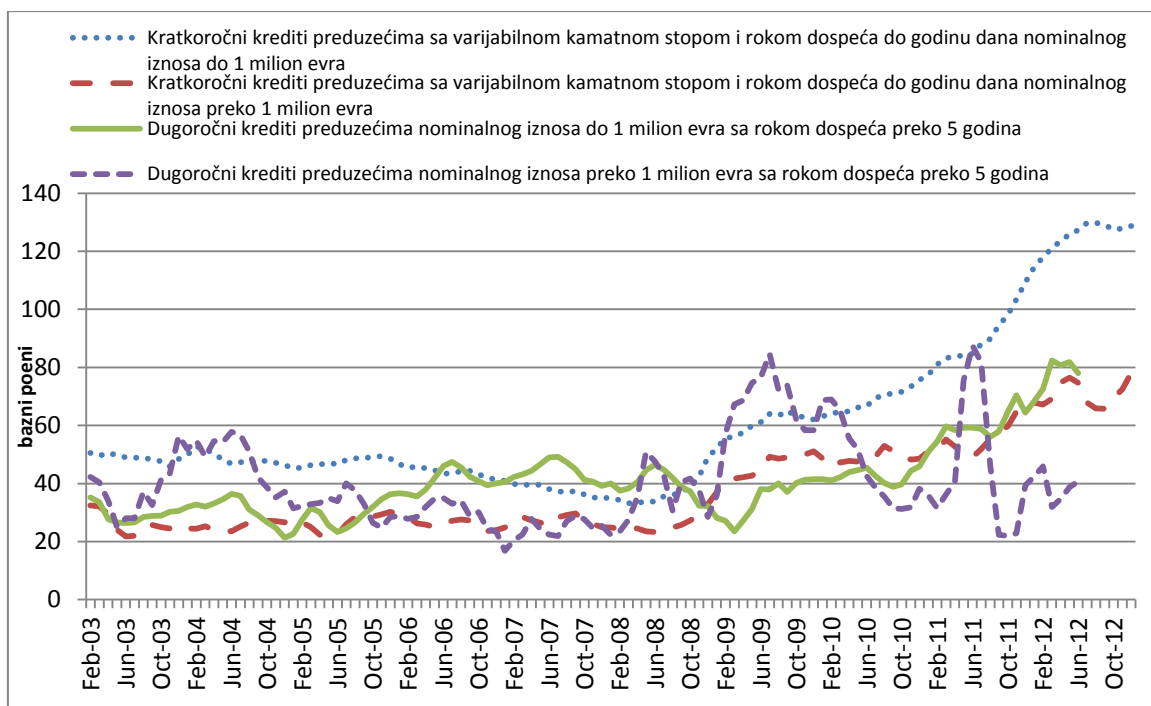
³⁶⁷ Osnovni problem u starim nacionalnim klasifikacijama kredita je što one nisu bile jedinstvene. Taj problem je prevaziđen novom jedinstvenom klasifikacijom koju je formulisala ECB.

³⁶⁸ On može da se izrazi kao:

$$w_{c,t} = \frac{b_{c,t}}{B_t}$$

pri čemu je $b_{c,t}$ iznos novoodobrenih kredita u zemlji c u mesecu t , dok je B_t ukupan iznos novoodobrenih kredita u celoj evrozoni. Zbog toga važi sledeći identitet: $B_t = \sum_c b_{c,t}$

konzistentan pad standardne devijacije. Glavni uticaji u ovoj etapi potiču od realnih očekivanja početka funkcionisanja ekonomske i monetarne unije. Ulazak u treću etapu je dao puni smisao primeni ovog indikatora jer se u njemu koristi zajednička valuta³⁶⁹ što kamatne stope čini maksimalno uporedivim. U toj etapi, što je iznenađenje, rezultati su mešoviti.



Slika 56: Disperzija kamatnih stopa na kredite preduzećima

Izvor: European Central Bank

U periodu koji je pokriven harmonizovanim serijama kamatnih stopa i koji je prikazan na slici 56, uočava se da se disperzija kamatnih stopa u evrozoni na kredite preduzećima nalazi na relativno visokim nivoima i da se do 2008. god. ne može izdvojiti nijedan poseban trend vezan za njih. Ovo se odnosi na sve četiri vrste kredita.

Disperzija stopa na kratkoročne kredite je imala manji volatilitet u tom intervalu, dok je disperzija stopa kod dugoročnih kredita sporadično rasla i opadala. Najviši volatilitet je

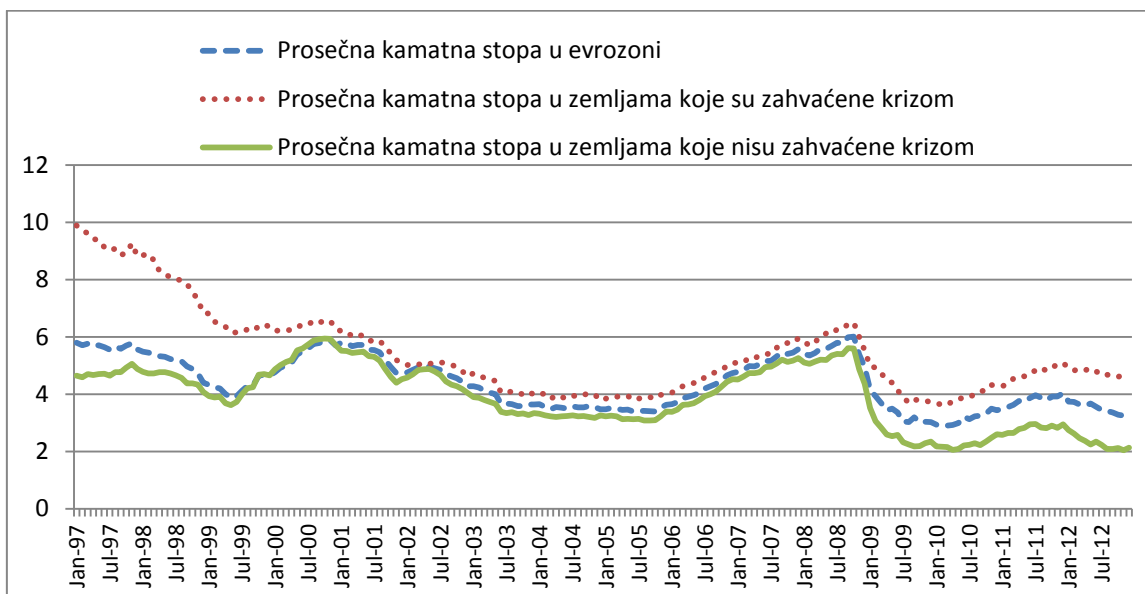
³⁶⁹ Samo članstvo zemlje u ERM-u je podrazumevalo približno fiksiranje deviznih kurseva i njihovo održavanje u granicama raspona. Te granice su bile određene na nivou +/- 2,25% od centralnog pariteta u periodu do 1993. god, kada je raspon proširen na nivo +/- 15%, uz u izuzetnim slučajevima dozvoljenu fluktuaciju u rasponu +/- 30%.

zabeležila mera disperzije dugoročnih kredita nominalnog iznosa preko 1 milion evra sa rokom dospeća preko 5 godina. Ulaskom u krizni period, disperzija stopa kod ovog tipa kredita se još više povećala, probivši granicu od 80 baznih poena u julu 2009. god, što je duplo više od njene uobičajene prosečne vrednosti. Rastu disperzije u kriznom periodu najviše su odolevale kamatne stope na dugoročne kredite nominalnog iznosa do 1 milion evra. Njihova standardna devijacija je počela rasti tek sredinom 2009. god.

U 2010. god. dolazi do divergentnih kretanja dotičnih mera disperzije. Disperzija stopa kod dugoročnih kredita nominalnog iznosa preko 1 milion evra opada ulazeći u zonu svojih prosečnih vrednosti iz pretkriznog perioda. Sa druge strane, preostale tri disperzije rastu, pri tome se disperzija stopa na dugoročne kredite nominalnog iznosa do 1 milion evra nalazi u uobičajenim granicama svoje vrednosti, dok obe disperzije stopa na kratkoročne kredite beleže nove rekordne vrednosti, premda kod njih rast disperzije nije tako silovit kao tokom 2009. god. Dok razlozi za razlike u aktivnim kamatnim stopama banaka mogu da budu raznoliki, rast njihove disperzije tokom krize može prevashodno da se pripiše varijacijama u uslovima finansiranja samih banaka, koji su usko povezani sa uslovima finansiranja njihovih matičnih zemalja, i performansama i rizicima nacionalnih ekonomija, odnosno kreditnom riziku zajmoprimaca.

Obnavljanje krize u 2011. god. prouzrokovalo je novi rast razmatranih disperzija. Privremen i visok skok disperzije zabeležile su stope na velike dugoročne kredite, prestignuvši svoju rekordnu vrednost iz 2009. god. Međutim, u periodu od svega tri meseca, disperzija je pala sa nivoa od 87 baznih poena na svega 22 bazna poena. Najnepovoljnije stanje je zabeleženo kod malih kratkoročnih kredita čija disperzija kamatnih stopa je od izbijanja krize konstantno rasla, da bi se u 2011. i 2012. god. taj rast posebno ubrzao prelazeći prvo granicu od 100, a zatim i 120 baznih poena. Tako je dotična disperzija dosegla nivo koji je oko 3 puta veći od nivoa iz perioda neposredno pred izbijanje krize. Segment malih kratkoročnih kredita je tako ispoljio nivo tržišne segmentacije bez presedana u periodu nakon uvođenja zajedničke valute. Obzirom da je došlo do rasta jaza između disperzije stopa na male kratkoročne i velike kratkoročne kredite, mala i srednja preduzeća su, po svemu sudeći, više pogođena finansijskom krizom u odnosu na velika preduzeća. Jednako nepovoljna kretanja, ali u nešto blažem

obliku, su registrovana kod preostale dve mere disperzije, s tim što je disperzija kod velikih kratkoročnih kredita u periodu 2009-2011. god. bila veoma stabilna ukazujući na ravnomernije uslove finansiranja velikih preduzeća u navedenom periodu.



Slika 57: Prosečne kamatne stope na novoodobrene kredite preduzećima

Izvor: European Central Bank

Obzirom da je sniženje troškova finansiranja preduzeća navedeno kao jedna od osnovnih koristi finansijske integracije, slika 57. daje pregled prosečnih kamatnih stopa na novoodobrene kredite kompanijama koje ne pripadaju finansijskom sektoru. Na slici su posebno date prosečne stope za zemlje koje su zahvaćene krizom, kao i one koje su je pošteđene. Ovakvo razvrstavanje zemalja je svrsishodno jer izražava drugu vrstu diferencijacije, pored one prethodno ukazane koja se odnosi na veći varijetet uslova finansiranja među zemljama kod sektora malih i srednjih preduzeća u odnosu na sektor velikih preduzeća. Prikazivanje apsolutnih nivoa kamatnih stopa, umesto njihove disperzije među zemljama, omogućava izvođenje dva relevantna zaključka. Prvo, zemlje koje su zahvaćene krizom³⁷⁰ su u regularnim vremenima imale više prosečne kamatne stope od onih zemalja koje u kriznom periodu nisu imale krizu suverenog

³⁷⁰ To su sledeće zemlje: Grčka, Irska, Italija, Kipar, Portugal, Slovenija i Španija. Prosečna kamatna stopa za ove zemlje je određena uzimajući u obzir vreme pristupanja monetarnoj uniji pojedinačnih zemalja. Npr. kamatne stope Slovenije ulaze u obračun prosečne stope od 2007. god, jer je te godine Slovenija pristupila evrozoni, prosečna kamatna stopa na Kipru ulazi u obračun od 2008. god. itd.

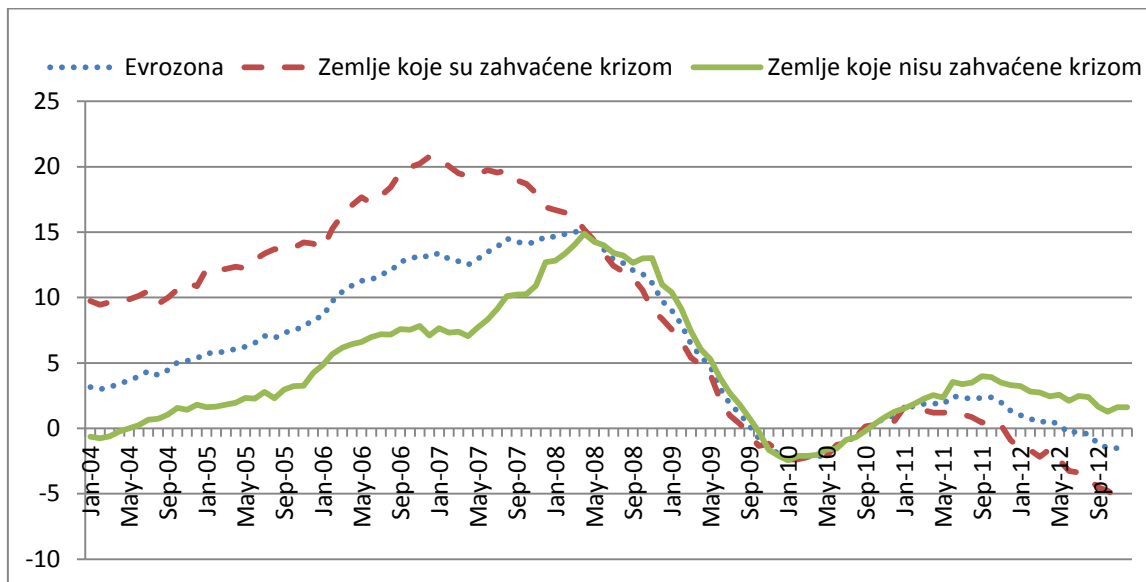
duga³⁷¹. Međutim, taj spread nije bio širok, a od uvođenja evra bio je skoro nepromenljiv - reda veličine oko 0,5%. Od 2009. god. taj spread se u rastućem stepenu širi, tako da je krajem 2012. god. on dosegao najveću vrednost u post-evro periodu od preko 2,5%. Ovaj kontinuelan rast se objašnjava intenzifikacijom krize suverenog duga, koja se preko tržišta na kome se banke evrozone finansiraju prenela na uslove finansiranja realnog sektora privrede. Zato su nepovoljnim uslovima finansiranja prvo bile izložene manje zemlje koje su prihvatile EU-MMF programe³⁷², da bi se potom i kod većih zemalja, kao što su Italija i Španija, pogoršali pristup izvorima finansiranja i njihovi troškovi za preduzeća. Drugo, apsolutni nivo prosečne kamatne stope u evrozoni se tokom krize, izuzev u periodu od kraja 2008. god. do sredine 2009. god, nije promenio u odnosu na nivo iz perioda 2003-2006. god u kome je iznosio oko 3,5%, a niži je u odnosu na period 2006-2008. god. Ovaj ishod je posledica dva oprečna prosečna nivoa kamatne stope, jednog koji je karakterisao zemlje zahvaćene krizom, i drugog koji je bio svojstven zemljama koje nisu zahvaćene krizom. Prosečan nivo kod potonje grupe zemalja se u periodu od sredine 2009. god. do sredine 2010. god, kao i tokom cele 2012. god, nalazio na svom istorijskom minimumu, svedočeći o nadasve niskim troškovima finansiranja koji bi trebalo da stimulišu zaduživanje privrednih subjekata. Sa druge strane, kod zemalja zahvaćenih krizom prosečna kamatna stopa se, sem u kratkom periodu od sredine 2009. god. do sredine 2010. god, nalazila konstantno iznad proseka od 4% koji je preovlađivao u periodu 2003-2006.god.

Da bi slika o heterogenosti u uslovima finansiranja preduzeća koja ne pripadaju finansijskom sektoru bila kompletna, na slici 58. date su godišnje stope rasta kredita ovim subjektima. Time se pored kretanja cene izvora finansiranja, koja je bila u fokusu na slikama 56. i 57, prati i dostupnost, odnosno pristup izvorima finansiranja. Na identičan način kao na slici 57. izvršena je podela zemalja na dve grupe, tako da se prate

³⁷¹ ECB je razvrstavanje zemalja na ove dve grupe sproveda na osnovu kriterijuma visine dugoročnih kamatnih stopa na državne obveznice, pri čemu je odabran rok dospeća od deset godina. Kalkulacijom prosečnih kamatnih stopa na desetogodišnje državne obveznice u vremenskom razmaku 2007-2012. god. došlo se do konkretnih podataka koji su korišćeni prilikom grupisanja zemalja.

³⁷² U njih se ubrajaju Grčka, koja je zaključila prvi program u maju 2010. god; Irska, koja je zaključila prvi program u februaru 2011. god. i Portugal koji je zaključio prvi program u junu 2011. god. Pored ovih zemalja, koje pripadaju evrozoni, još tri članice EU su zaključile obavezujuće programe kako bi dobile finansijsku pomoć od EU i MMF-a. To su: Mađarska, Letonija i Rumunija.

utvrđene godišnje stope rasta kredita na nivou zemalja koje nisu zahvaćene krizom i onih koje prolaze kroz krizu javnih finansija.



Slika 58: Stope rasta obima kredita u evrozoni u periodu 2004-2012.

Izvor: European Central Bank

Na slici 58. mogu se razabrati dva distinktivna perioda. Oba ukazuju na disperziju u brzini rasta kvantuma kredita privrednim subjektima. Prvi period se proteže u intervalu 2004-2008. god. i može se smatrati periodom povoljnog opšteg ekonomskog okruženja. U njemu stopa kreditnog rasta u kasnije krizom uzdrmanim zemljama signifikantno premašuje stopu koju beleže stabilne zemlje. Kod krizom uzdrmanih zemalja stopa rasta je u kontinuitetu iznad 10%, što se u najvećem broju slučajeva, ukoliko je taj rast prolongiran na više godina, može smatrati prekomernim rastom. Jedini izuzetak u kojem se takvo kretanje stope kreditnog rasta može smatrati prihvatljivim je situacija izlaska zemlje iz ambijenta finansijske represije, no za ovu grupu zemalja to nije validno objašnjenje. Prelomna tačka u brzini rasta kvantuma kredita je bila 2007. god. kada dolazi do usporavanja kreditne ekspanzije, početkom te godine godišnja stopa rasta je iznosila više od 20%. Prekomeran kreditni rast je prateće obeležje fenomena privrednih ciklusa, kojeg prati period zadivljujućeg privrednog prosperiteta koji se transformiše u privredni sunovrat nakon kojeg sledi stabilizacija, a što je verifikovano u sukcesivnom periodu. Sa druge strane, stopa kreditnog rasta kod grupe stabilnih zemalja postojano

raste, da bi tek u 2008. god. zabeležila dvocifrenu vrednost. Nedugo zatim, obe grupe zemalja beleže opadajuće stope kreditnog rasta, koje krajem 2009. god. uzimaju negativnu vrednost svedočeći o kontrakciji ukupnog kvantuma kredita.

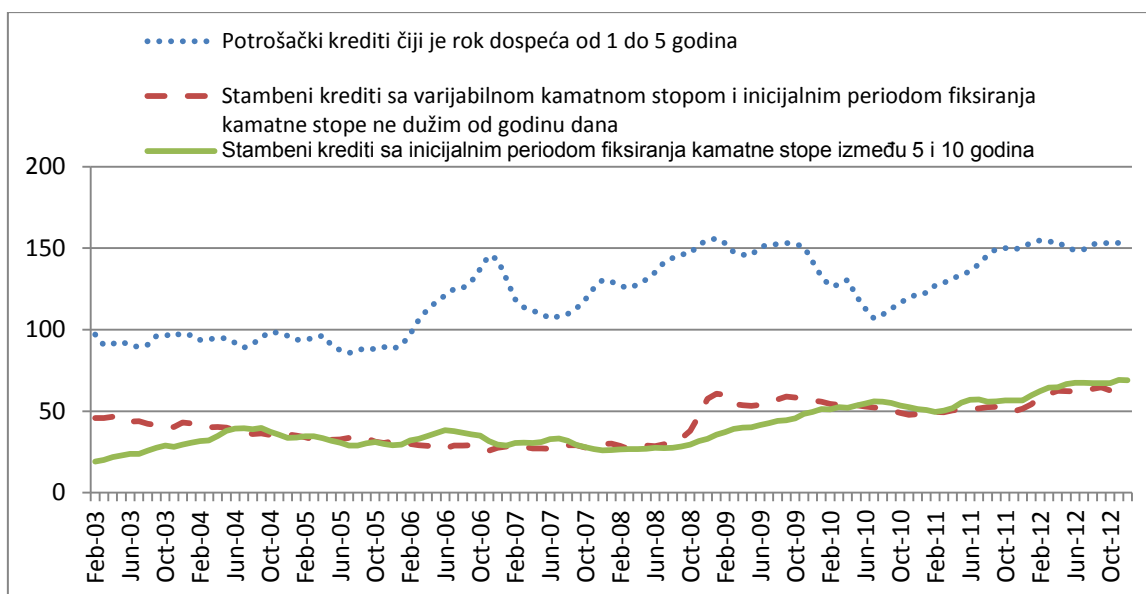
Osobenost perioda 2008-2010. god. je sinhronizovano kretanje stopa kreditnog rasta u posmatranim grupama zemalja, koje su gotovo jednake. Ovaj period se može osloviti periodom "negativne konvergencije", jer stope po svojim vrednostima konvergiraju, ali se trend kretanja naniže ne može smatrati pozitivnim razvojem događaja sa stanovišta ekonomskih konsekvenci. Nova divergencija se pomalja od 2011. god. u kojoj su stope kreditnog rasta pozitivne za stabilne zemlje, dok kod krizom uzdrmanih zemalja, nakon kratkotrajnog oporavka stope rasta, dolazi do novog pada i ulaska u zonu negativnih stopa rasta od početka 2012. god. Kvantum kredita u ovoj grupi zemalja je u 2012. god. bio na nivou iz 2009. god, bez znakova oporavka u bliskoj budućnosti. Pad veličine kreditnog portfolija u ovim zemljama je bio toliko dubok da je povukao stopu kreditnog rasta u evrozoni u negativnu zonu u 2012. god.

Nova divergencija koju karakterišu više stope rasta u stabilnim zemljama u odnosu na krizom uzdrmane zemlje ima nekoliko uzroka. Između ovih grupa zemalja uočljive su razlike u tražnji za kreditima i uslovima za dobijanje kredita. ECB (2013) ističe da ove razlike imaju trojako poreklo. Prvo, stanja nacionalnih ekonomija se bitno razlikuju, a za generalnu ocenu njihovog stanja koriste se makroekonomske varijable poput stope privrednog rasta i nezaposlenosti. Indirektno, one ukazuju na intenzitet kreditnog rizika i verovatnoću njegovog ostvarenja u zemlji po svim vrstama zajmotražilaca. Drugo, kapacitet bankarskog sektora da vrši kreditnu ekspanziju zavisi od njegovog zdravlja. Pritisci na kontrakciju bankarskog bilansa da bi se zadovoljili novi regulatorni standardi adekvatnosti kapitala, koje propisuje Bazel III koji služi kao osnova sadržaja Direktive o adekvatnosti kapitala na nivou EU, nepovoljno utiču na veličinu kreditnog portfolija. Pored toga, uslovi kreditiranja privrednih subjekata su limitirani uslovima finansiranja samih banaka. Svako pogoršanje ovih uslova osetiće klijenti kroz skuplje kredite i pooštrevanje necenovnih uslova kreditiranja. Konačno, gubici na kreditnim plasmanima nepovoljno utiču na mogućnost replasmana sredstava. Treće, rizik zemlje ostaje uticajan i teško predvidljiv faktor. Svako poboljšanje kreditne sposobnosti zemlje, u smislu

smanjenja nivoa javnog duga i budžetskog deficita, delovaće pospešujuće na povratak izgubljenog poverenja na tržištu u ekonomske subjekte sa sedištem u toj zemlji, što uključuje i banke. Na ovaj pozitivan impuls reagovala su banke relaksacijom kreditnih uslova, a klijenti rastom tražnje za kreditima, usled pozitivnih očekivanja u pogledu budućeg stanja nacionalne ekonomije.

3.4.5.2. Disperzija kamatnih stopa na kredite i depozite stanovništva

Slika 59. daje prikaz stanja heterogenosti nacionalnih kamatnih stopa na kredite fizičkim licima. Po svojoj veličini, među disperzijama izdvaja se ona na potrošačke kredite. Ona odskače i kada se u obzir uzmu disperzije stopa na kredite preduzećima. Ona se konzistentno kretala blizu, ali ispod, nivoa od 1 procentnog poena. Pre izbijanja krize kod nje je zabeležen pozamašan rast do nivoa od blizu 1,5 procentnih poena. Izbijanje krize nije ostavilo poseban trag na kretanje ove disperzije, jer se ona tokom akutne faze kretala blizu svoje rekordne vrednosti postavljene u prekriznom periodu, da bi nakon toga došlo do njenog smanjenja. U 2011. god. je došlo do novog rasta ove disperzije, ali je ona opet samo stigla do svog uobičajenog maksimuma. U 2012. god, za koju su vezani poslednji podaci, ona se držala gotovo konstantnom, na nivou postavljenom krajem 2011. god.



Slika 59: Disperzija kamatnih stopa na kredite stanovništvu

Izvor: European Central Bank

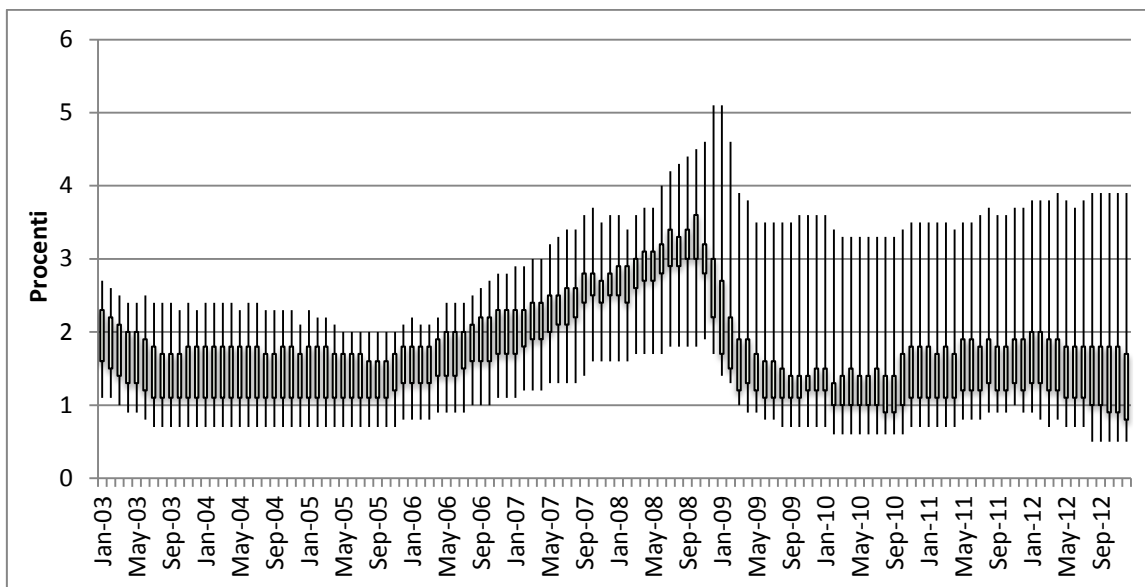
Za razliku od nje, disperzija stopa na stambene kredite je bila gotovo dvostruko niža³⁷³. Tržište hipotekarnih kredita se stoga čini daleko bolje integrisanim od tržišta potrošačkih kredita. Ovo se može objasniti većom homogenizacijom samog bankarskog proizvoda i njemu imanentnog kreditnog rizika. Pored toga, očigledne prednosti ovih kredita su prisustvo kolaterala, koje vrši jak motivacioni uticaj na zajmoprimca da uredno servisira hipotekarni kredit, i njihova dodatna upotrebna vrednost za kreiranje novih, manje ili više kompleksnih, finansijskih aktiva³⁷⁴. Disperzije stopa na kredite sa varijabilnom kamatnom stopom³⁷⁵ i kredite sa inicijalnim periodom fiksiranja kamatne stope između 5 i 10 godina su veoma bliske, bez nekog izraženog preovlađivanja neke od njih u celom decenijskom intervalu. Određene promene kod njih se uočavaju samo na početku kriznog perioda, ali su one jednokratnog karaktera, jer jednom kada se nivo na kome se nalaze dotične disperzije pomerio naviše uobičajene fluktuacije oko tog nivoa, koji je bio oko 50 baznih poena, se zbivaju u sledstvenom periodu. Ukupno uzev, u poslednjih pet godina tržište hipotekarnih kredita je bilo najrezistentniji kreditni segment, čiji nivo integracije se nije značajnije izmenio uprkos svim nepovoljnim dešavanjima.

Dok sa jedne strane, disperzija kamatnih stopa na kredite fizičkim licima pokazuje kakve uslove kreditiranja uživaju građani, mere disperzije kamatnih stopa na njihove depozite otkrivaju kakve uslove finansiranja uživaju banke u evrozoni kada se radi o, još uvek dominantnim, depozitnim izvorima. Na slici 60. date su dve apsolutne mere disperzije: interval varijacije i interkvartilna razlika. Interval varijacije je određen tankim vertikalnim linijama, a interkvartilna razlika užim stubićima unutar linije intervala varijacije.

³⁷³ Stambeni krediti u evrozoni čine oko 30% ukupnog portfolija zajmova banaka, dok sa druge strane oni čine skoro 60% finansijskih obaveza domaćinstava.

³⁷⁴ Na finansijskim tržištima u rastućem obimu se, u poslednjim decenijama, kreiraju nekonvencionalne finansijske aktive čije postojanje direktno proishodi iz tradicionalnih finansijskih aktiva, kao što su u ovom slučaju stambeni krediti.

³⁷⁵ Kamatna stopa na ove kredite se može smatrati kratkoročnom kamatnom stopom, jer se u poznatim vremenskim intervalima, unutar vremenskog razmaka od godinu dana, vrši njeno redefinisavanje i usklađivanje sa važećim kratkoročnim stopama na tržištu.



Slika 60: Disperzija kamatnih stopa na depozite stanovništva

Izvor: European Central Bank

Utisak koji proizlazi iz slike 60. je da, mereno intervalom varijacije, disperzija pasivnih kamatnih stopa raste u susret krizi, da se tokom kriznih godina drži na povišenom nivou, i da u 2012. god. dodatno povećava i dostiže rekordan nivo. Po ugledu na disperziju aktivnih kamatnih stopa, i disperzija pasivnih kamatnih stopa ukazuje na visoku fragmentaciju tržišta. Rezultat takvog stanja je jaka diferencijacija u troškovima finansiranja banaka. Najmanja prosečna nacionalna pasivna kamatna stopa u decembru 2012. god. uzima vrednost od 0,5%, dok najviša uzima vrednost od 3,9%. Određene banke, čije matične zemlje nisu bile izložene jakom stresu, imaju razumne troškove finansiranja. Druge banke čija su sedišta u zemljama uzdrmanim krizom nemaju mnogo izbora. Jedini način za njih da privuku dovoljno depozita je da ponude više kamatne stope građanima. Tržište depozita tako pokazuje znake jake polarizacije, gde se na jednom kraju nalaze banke koje svoje poslovanje mogu uspešno da organizuju zahvaljujući povoljnim uslovima zaduživanja, a na drugom kraju banke koje se nalaze pod snažnim pritiscima zbog nepovoljnog položaja zemalja u kojima imaju svoje sedišta.

Jaz između banaka iz dve grupe zemalja može da se oceni poređenjem intervala varijacije i interkvartilne razlike. Od početka krize, interkvartilna razlika se postepeno

širi, tako da se od 2010. god. nalazi na razini na kojoj se nalazila u intervalu 2003-2005. god, pri čemu ne prelazi vrednost od 1 procentnog poena. Iako njen rast ukazuje na određeni varijetet cena depozitnih izvora finansiranja u središnjoj polovini zemalja, njena veličina je ipak prihvatljiva. Najveći problem leži u zemljama koje pripadaju četvrtom kvartilu i koje se suočavaju sa relativno visokim troškovima depozitnih izvora, jer cena finansiranja zemalja koje pripadaju prvom kvartilu ne odstupa mnogo od one koju plaćaju zemlje iz drugog, pa čak i trećeg, kvartila. Iz toga proizlazi da je raspored frekvencije asimetričan ulevo. Prosečna pasivna kamatna stopa u evrozoni se u akutnoj fazi krize kretala oko 3%, da bi se nakon njenog jenjavanja skoro prepolovila, a krajem 2012. god. se opaža tendencija blagog opadanja i spuštanja ispod nivoa od 1,5%.

3.4.5.3. Beta konvergencija

Koristan uvid u stanje integracije pruža i beta konvergencija (β)³⁷⁶. Ovim indikatorom se prati brzina konvergencije aktivnih kamatnih stopa prema određenoj vrednosti. Od izbora konkretne vrednosti kamatne stope kojoj teže kamatne stope na razmatrane kredite zavise i rezultati ocenjenog modela i veličina beta konvergencije. U narednoj analizi za tu vrednost je odabrana najniža prosečna nacionalna kamatna stopa među zemljama evrozone na određene kredite. U tri slučaja uzeta je francuska kamatna stopa, a samo kada se radi o stambenim kreditima sa varijabilnom kamatnom stopom kao referentna stopa je uzeta holandska. Implicitna pretpostavka ovog izbora je da je to nivo kojem bi trebalo da teže nacionalne kamatne stope na definisane tipove kredita, pod uslovom da je integracija postignuta i da je tržište perfektno konkurentno. Specifikacija modela iz kojeg se preuzima vrednost beta koeficijenta, koji je zapravo koeficijent nagiba u njemu, je:

$$\Delta Spr_{i,t} = \alpha_i + \beta Spr_{i,t-1} + \sum_{l=1}^L \Delta Spr_{i,t-l} + \varepsilon_{i,t}$$

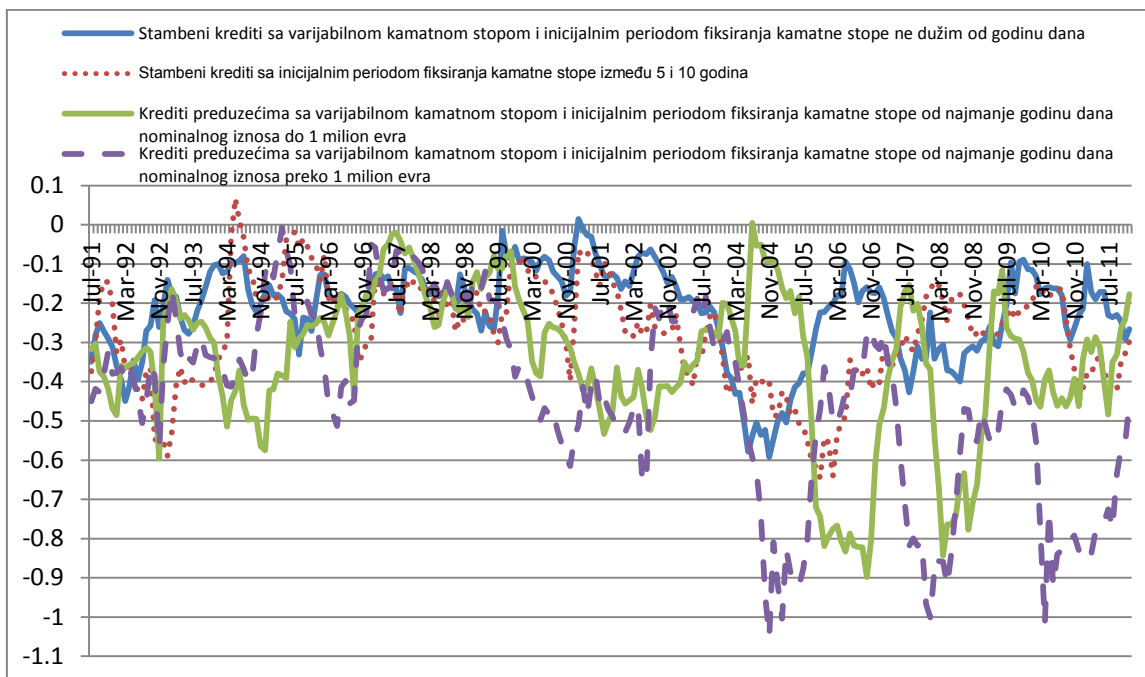
³⁷⁶ Detaljnija razrada metodologije je ostavljena za glavu 4. rada.

Kao što može da se primeti na osnovu specifikacije, promena spreda u kamatnim stopama³⁷⁷ se regresira na veličinu spreda u prethodnom periodu i promenu spreda u ranijim periodima, pri čemu je broj docnji određen sa L ³⁷⁸. Još može da se primeti da su, obzirom da se radi o panel regresiji, prilikom ocenjivanja uključeni fiksni efekti (α_i). Odsečak regresije izražava specifične efekte po zemljama, pa visoka vrednost odsečka indicira opstajanje tržišne segmentacije, odnosno dotičnog spreda, koja proističe iz razlika u institucionalnim i drugim relevantnim faktorima koji su svojstveni svakoj od zemalja. Obzirom na važnost interpretacije odsečka, pored praćenja veličine koeficijenta nagiba, paralelno se prati i kretanje veličine odsečka kako bi se ocenio napredak u integraciji.

Slika 61. daje hronološki prikaz kretanja koeficijenta nagiba za odabrana četiri tipa kredita, dva tipa se odnose na kreditiranje privrednih subjekata, a druga dva na kreditiranje fizičkih lica. Prilikom ocenjivanja korišćenje su dve vremenske serije podataka o kamatnim stopama. Prva se odnosi na period 1991-2002. god. i to su istorijske serije podataka o kamatnim stopama koje su sastavljale nacionalne centralne banke, a od 2003. god. do kraja perioda koristi se statistika ECB o kamatnim stopama koja je značajno pouzdanija.

³⁷⁷ Radi se o razlici između relevantne prosečne kamatne stope na određeni tip kredita u jednoj zemlji evrozone i najniže nacionalne prosečne kamatne stope na isti tip kredita u evrozoni.

³⁷⁸ U obračunatom modelu uzeta je samo prva docnja. Baele et al. (2004) su se opredelili za dve docnje.



Slika 61: Beta konvergencija kamatnih stopa u evrozoni

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka ECB-a

Vrednost koeficijenta nagiba bi trebalo da bude negativna, jer se negativne vrednosti vezuju za konvergenciju, odnosno približavanje kamatnih stopa u nivou, a pozitivne vrednosti za divergenciju, odnosno produbljivanje jaza između kamatnih stopa u nivou. Ako je koeficijent negativan, pomnožen sa spredom koji je pozitivan daje negativnu vrednost koja se umanjuje za pozitivnu vrednost odsečka i prenosi se na negativnu modelom ocenjenu vrednost zavisne promenljive $(\Delta Spr_{i,t})$ ³⁷⁹. Što je spred veći, u apsolutnom smislu, on će se prema izloženom modelu brže smanjivati u odnosu na niže spredove, što odgovara stanju konvergencije. Tako će zemlje čije prosečne kamatne stope relativno više odstupaju od referentne najniže stope ubrzano zatvarati postojeći jaz i dolaziti u ravan sa drugim zemljama kada se radi o nivou kamatnih stopa. Referentna vrednost koeficijenta nagiba je -1. Pri toj vrednosti integracija je potpuna. Analitički gledano, ako je spred u neposrednom prethodnom periodu iznosio 0,5 procentnih poena i koeficijent nagiba je -1, onda se očekuje da u tekućem periodu promena u spredu bude

³⁷⁹ U osnovi, kada je zavisna promenljiva bila negativna, onda je razlika $Spr_{i,t} - Spr_{i,t-1}$ negativna. Drugim rečima, spred u tekućem periodu je niži od spreda u prethodnom periodu, što znači da se on kontinuelno smanjuje.

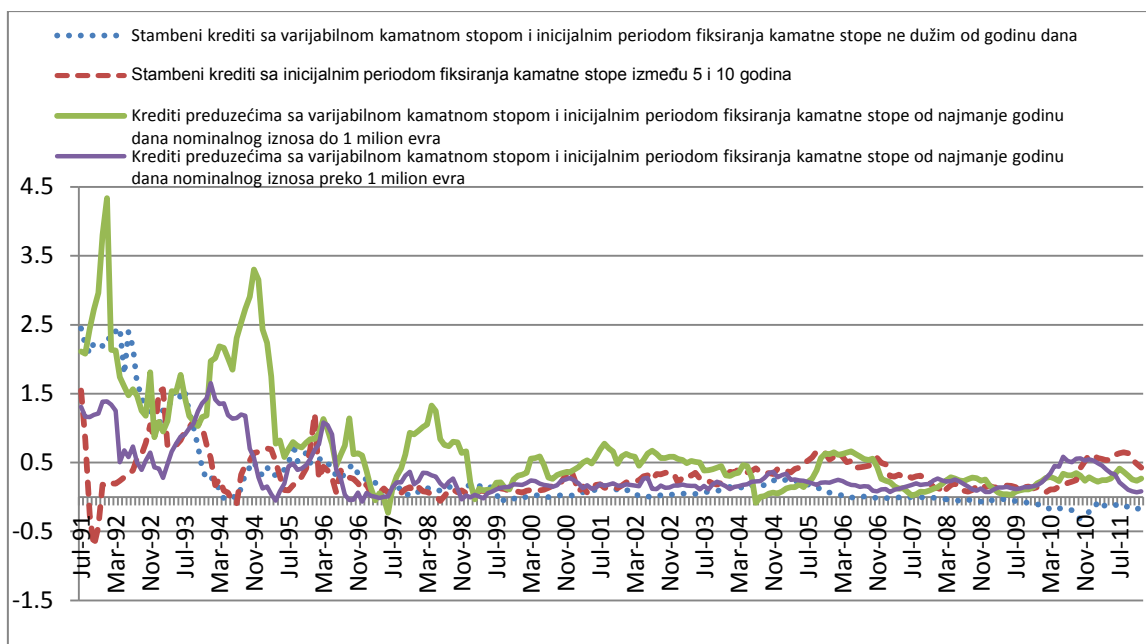
negativna i iznosi -0,5 procentnih poena³⁸⁰. Na osnovu toga se može zaključiti da će na kraju tekućeg perioda nivo kamatnih stopa u pojedinačnim zemljama biti izjednačen sa referentnom najnižom kamatnom stopom, u odnosu na koju se spread i računa.

Obračunate vrednosti beta koeficijenta, za određene vrste kamatnih stopa, koje su uočljive na slici 61. potvrđuju generalnu konvergenciju, jer su vrednosti negativne. Ipak, konkretne vrednosti variraju u širokom rasponu, a po pravilu su prilično udaljene od referentne vrednosti -1. Zbog opšte prisutnih oscilacija vrednosti beta koeficijenta kod sve četiri vrste kamatnih stopa, može se tvrditi da se konvergencija sporadično ubrzava i usporava, tako da ubrzanja konvergencije nisu postojana i da su zaokreti u brzini konvergencije česti. Ovo se jednako odnosi i na pretkrizni i na krizni period. Posebno neočekivano je to što zadnji, petogodišnji period krize nije proizveo jasan negativan efekat na ovaj indikator integracije, kakav je proizveo na druge indikatore, i to ne samo na tržištu bankarskih usluga. Kao primer mogu da se uzmu veliki krediti preduzećima. Oni su u tri odvojena vremenska perioda došli do teorijski idealne vrednosti beta koeficijenta, po čemu se ističu u odnosu na druge vrste kredita. To se prvi put desilo krajem 2004. god, zatim početkom 2008. god, i na kraju neposredno pre izbijanja krize suverenog duga u evrozoni sredinom 2010. god, perioda u kome su se još uvek snažno osetile posledice opšte finansijske i ekonomske krize. Sa druge strane, primetno je da su na početku krize sva četiri beta koeficijenta zabeležila rast svoje vrednosti, što je u skladu sa njenim negativnim uticajem na integraciju koji je jednoznačno opažen i kod drugih indikatora. U periodu 2000-2011. god. vrednost beta koeficijenta je bila u proseku niža kod kamatnih stopa za preduzeća nego za fizička lica, što signalizira bržu konvergenciju njihovih kamatnih stopa.

Kombinujući dva indikatora zasnovana na cenama za tržište bankarskih usluga, dolazi se do konzistentnih tumačenja. Npr. ako se posmatraju stambeni krediti fizičkim licima. Prema slici 59. uočavaju se veoma blage promene disperzije kamatnih stopa. Ako se prati vrednost njihovog beta koeficijenta na slici 61, primećuje se da je on relativno udaljen od vrednosti -1, što ukazuje da je konvergencija spora. Tako se dolazi do skladne zajedničke interpretacije dva indikatora. Isto važi i kada se pažnja koncentriše

³⁸⁰ Ako je razlika u spreadu u tekućem periodu -0,5; onda je vrednost spreada 0. Ovom prilikom apstrahuje se vrednost odsečka.

na kredite preduzećima, kod kojih se uočavaju značajnije promene naviše i naniže disperzije nacionalnih kamatnih stopa. Tako je svako povećanje disperzije praćeno rastom vrednosti beta koeficijenta³⁸¹ koji signalizira usporenje konvergencije, a smanjenje disperzije je praćeno padom njegove vrednosti koja signalizira akceleraciju konvergencije.



Slika 62: Kretanje prosečne vrednosti fiksnih efekata u evrozoni

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka ECB-a

Slikom 62. kompletiraju se pouke koje proishode iz ocenjene panel regresije. Na njoj je prikazana vrednost odsečka u regresiji. Ona se smanjuje tokom vremena, naznačavajući da faktori koji mogu doprineti neuniformnosti nacionalnih kamatnih stopa po određenim vrstama kredita, a koji se interpretiraju kao efekti svojstveni zemljama, gube na uticaju, što je povoljan ishod sa stanovišta brzine i definitivnosti konvergencije. Najbolji rezultat ostvaruju stambeni krediti, kod kojih je kamatna stopa inicijalno fiksirana u periodu ne dužem od godinu dana, jer je vrednost odsečka kod njih najniža i u određenim vremenskim intervalima jednaka nuli. U periodu krize, vrednosti odsečaka rastu kod sve četiri vrste kredita i udaljavaju se od nule, a za dotične kredite vrednost čak pada ispod nule. Mali krediti preduzećima, sa druge strane, pokazuju najveću vrednost odsečka

³⁸¹ Rast beta koeficijenta, čija vrednost se u kontinuitetu na slici 61. nalazi u negativnoj zoni, znači da mu se vrednost približava nuli, a pad njegove vrednosti da mu se vrednost približava vrednosti -1.

kada se posmatra celokupan vremenski period, za razliku od velikih kredita kod kojih je vrednost odsečka konzistentno niska. Međutim, u periodu 2008-2011. god. vrednost odsečka kod malih kredita preduzećima je bila veoma stabilna, što je nije karakterisalo u prethodnom periodu, dok je kod velikih kredita opažena veća amplituda. Sa stanovišta vrednosti sva četiri odsečka i iz toga proistekle opšte konvergencije, najpogodniji je bio period 2007-2008. god.

3.4.5.4. Promene u kreditnoj politici i kreditnim standardima banaka

Izveštaj o kreditiranju banaka iz evrozone (*The euro area bank lending survey*) koji sastavlja ECB, na osnovu ankete koju sprovodi među odabranim bankama³⁸², takođe može da se iskoristi u svrhu ocene nivoa integracije, odnosno homogenosti uslova kreditiranja među zemljama evrozone. Izveštaj se redovno sastavlja, na kvartalnoj osnovi od 2003. god, i njegov cilj je da se unapredi poznavanje i razumevanje kreditnih tokova u evrozoni i dobije detaljan pregled necenovnih uslova kreditiranja preduzeća i fizičkih lica, kao i faktora koji ih determinišu. Ovlašćeni predstavnici banaka koji popunjavaju upitnik dostavljen od strane ECB-a spadaju u viši nivo menadžmenta, po pravilu se radi o predsednicima ili članovima kreditnih odbora banaka. Jednim svojim delom upitnik je orijentisan na prošli vremenski period, poslednja tri meseca; a drugim delom na budući vremenski period, naredna tri meseca. Upitnik koji popunjavaju ovlašćeni predstavnici banaka sadrži pitanja koja se odnose kako na promenu na strani ponude kredita, tako i na promenu na strani tražnje za kreditima. Sveobuhvatno znanje, kojim je neophodno raspolagati, da bi se upitnik podobno popunio smatra se da poseduju upravo članovi kreditnih odbora, zbog čega je izbor pao upravo na njih.

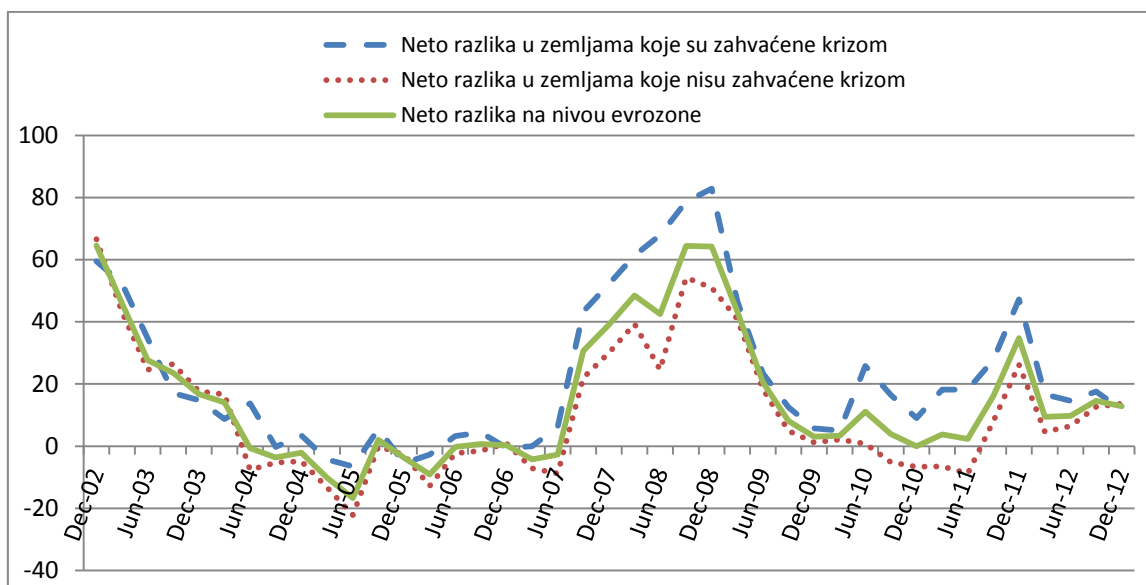
Deo upitnika koji je najpouzdaniji, i koji se može koristiti u svrhu ocene uniformnih uslova kreditiranja u evrozoni - u osnovi integracije tržišta kredita, se odnosi na promene u kreditnoj politici i kreditnim standardima, koji pružaju opšte smernice u kreditnom poslovanju banaka. Osnovno pitanje od konkretnog interesa u upitniku glasi: "U toku poslednja tri meseca, kako su se promenili kreditni standardi vaše banke koji se

³⁸² Trenutno u anketi učestvuju 133 banke. Svaka zemlja evrozone je reprezentovana sa najmanje tri banke.

tiču uslova odobravanja kredita preduzećima/fizičkim licima?"³⁸³. Ponuđeno je pet odgovora: a.) značajno pooštreni, b.) blago pooštreni, c.) ostali nepromenjeni, d.) blago ublaženi i e.) veoma ublaženi. Na ovo pitanje daje se generalan odgovor, ali i zasebni odgovori za različite vrste kredita preduzećima i fizičkim licima, pri čemu su osnovni kriterijumi podele ročnost kredita i veličina preduzeća kod preduzeća, a svrha kredita - stambeni i potrošački - kod fizičkih lica.

Pregled rezultata ankete se daje na poseban način. U prvom koraku se utvrđuje koliki procenat banaka je zaokružio svaki od ponuđenih odgovora. Nakon toga se u jednu grupu stavljaju banke koje su na pitanje odgovorile zaokružujući opcije a.) i b.) - što znači da su pooštrile standarde; a u drugu grupu one koje su zaokružile d.) i e.) - što znači da su ublažile standarde. Tada se utvrđuje razlika, iskazana u procentima, između ove dve grupe. Npr. ako je 4% banaka izjavilo da su značajno pooštrile kreditne standarde, a 44% izjavilo da su blago zaoštrile standarde, onda one čine 48% ukupnog uzorka. Sa druge strane, ako je 3% banaka izjavilo da su blago ublažile standarde, a 2% da su ih veoma ublažile, onda one u zbiru predstavljaju 5% svih banaka u uzorku. U finalnom koraku, daje se razlika između udela prve i druge grupe banaka. Ona u ovom slučaju iznosi 43 procentna poena i naziva se neto razlikom. Ako je razlika pozitivna, veći broj banaka se opredelio za pooštavanje kreditnih standarda, u kom slučaju se koristi termin neto pooštavanje standarda (*net tightening*), a ako je razlika negativna onda preovlađuje druga grupa banaka u kom slučaju se koristi termin neto ublažavanje standarda (*net easing*). Sa ciljem praćenja odgovora na ovo pitanje u vremenu, često se raportira promena neto razlike između dve sukcesivno sprovedene ankete. Npr. ako je u prvom periodu utvrđeno neto pooštavanje standarda sa neto razlikom od 43 procentna poena, a u narednom periodu ona iznosi 40 procentnih poena, onda se konstatuje pad neto pooštavanja standarda, što je pozitivan signal.

³⁸³ ECB (2013), *The euro area bank lending survey questionnaire*.



Slika 63: Neto promena uslova kreditiranja preduzeća u evrozoni

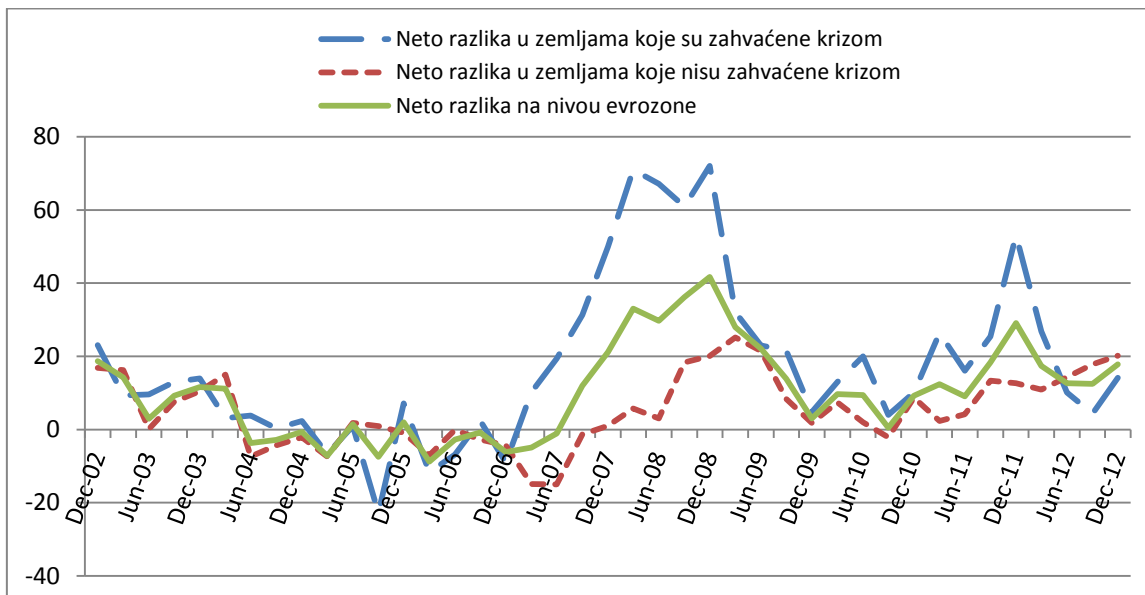
Izvor: European Central Bank

Na slici 63. dat je prikaz kretanja neto razlike, koja odražava pravac promena kreditnih standarda u proseku u bankarskom sektoru evrozone³⁸⁴, za kredite koji se odobravaju preduzećima. Pored toga, odvojeno je data prosečna vrednost za zemlje uzdrmane krizom i zemlje koje su pošteđene krize, jer je ovaj kriterijum dao koristan uvid u prirodu divergentnih kretanja zabeleženih u skorijem vremenskom periodu na drugim segmentima finansijskog sistema.

Istrajna odstupanja u neto razlici između grupa zemalja su signal o različitosti uslova pristupa bankarskim izvorima finansiranja za zajmotražioce iz pojedinačnih zemalja. Ova nejedinstvenost ima uticaja na tokove privredne aktivnosti i vodi produbljivanju jaza u životnom standardu. U pretkriznom periodu na delu je bilo neto ublažavanje kreditnih standarda, pri čemu su u njemu više prednjačile zemlje koje nisu zahvaćene krizom. Sa nastupanjem krize ulazi se u period neto pooštavanja standarda, koje je bilo izraženije u zemljama zahvaćenim krizom. Uočavaju se periodi jasne divergencije, kao što je period od 2010. do sredine 2011. god, ali u 2012. god. preovlađuje konvergencija,

³⁸⁴ Kada se daje agregatni rezultat za evrozonu vrši se ponderisanje nacionalnih neto razlika, pri čemu se kao ponder koristi udeo pojedinačnih zemalja u ukupnom iznosu onih vrsta kredita obuhvaćenih istraživanjem na nivou evrozone. Najveći ponder pripada Nemačkoj, a po njemu se ispostavlja da su oko 1/3 ukupnog iznosa izdvojenih vrsta kredita u evrozoni odobrile nemačke banke uključene u anketu.

da bi se krajem iste godine neto razlike u dve grupe zemalja izjednačile, nagoveštavajući ravnomernije uslove pristupa bankarskim izvorima finansiranja.



Slika 64: Neto promena uslova kreditiranja stanovništva u evrozoni

Izvor: European Central Bank

Na slici 64. prikazana je prosečna neto razlika na nivou evrozone, zemalja uzdrmanih krizom i pošteđenih krize za stambene kredite fizičkim licima. Raskorak u neto razlici između dve grupe zemalja je ovde upadljiviji. Neto razlika kod zemalja pošteđenih krize je samo u kratkom vremenskom intervalu probila granicu od 20 procentnih poena, dok je kod kredita preduzećima ona išla i preko 50 procentnih poena. Niska neto razlika implicira sporo menjajuće uslove pristupa ovim kreditima u ovoj grupi zemalja. Sa druge strane, u drugoj grupi zemalja pooštrevanje kreditnih standarda je bilo veoma naglo i duboko na početku krize. Tada je zabeležena najveća razlika u neto razlici između ove dve grupe zemalja od čak 64 procentna poena³⁸⁵. Ova razlika ilustruje dubinu jaza u pristupu stambenim kreditima za građane iz različitih zemalja evrozone. Poslednja godina vremenskog intervala je posebna iz dva razloga. Prvi, da su početak godine obeležile oprečne promene kreditnih standarda, koji su se ublažavali u zemljama zahvaćenim krizom i pooštrevali u zemljama pošteđenih krize, što je ranije bio redak slučaj. Drugi, u drugom kvartalu 2012. god, po prvi put od 2006. god, kreditni standardi

³⁸⁵ Neto razlika u zemljama zahvaćenim krizom umanjena za neto razliku u zemljama pošteđenih krize.

su se više pooštrili u zemljama pošteđenih krize. Ipak, poslednji podaci iz četvrtog kvartala 2012. god. upućuju na konvergenciju, a zemlje pošteđene krize i dalje blago prednjače u pooštavanju kreditnih standarda u odnosu na zemlje uzdrmane krizom. Tako je kraj vremenskog intervala označen zajedničkom konvergencijom uslova pristupa kreditima za preduzeća i građane iz obe grupe zemalja.

3.4.5.5. Kvantitativni pokazatelji na tržištu bankarskih usluga

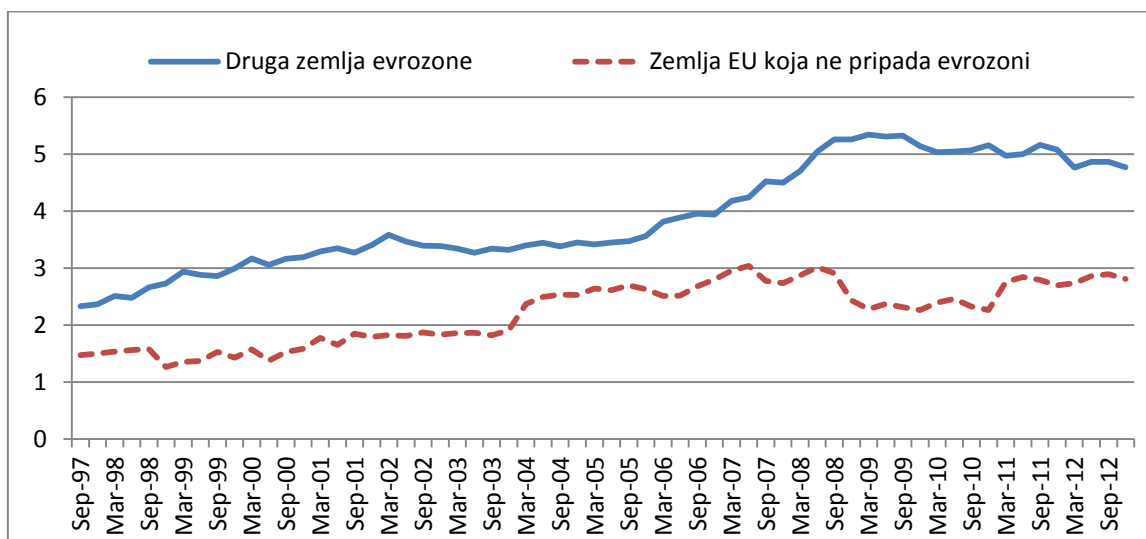
Određeni kvantitativni indikatori su već dati i komentarisani u prethodnom delu ove tačke, ali u kontekstu indikatora zasnovanih na cenama - kao što je slučaj sa slikom 58, ali će u njenom završnom delu oni biti posebno razmatrani. Razumevanje integracije tržišta bankarskih usluga, kao predmeta izučavanja, bez njih ne bi bilo potpuno. Smisao ovih indikatora je da ukažu na važnost prekogranične aktivnosti, u relativnom smislu, u ukupnim bankarskim aktivnostima. Prekogranična aktivnost se najčešće razvrstava, i odvojeno analizira, prema vrsti suprotne strane u transakciji. Transaktori se klasifikuju u dve grupe: a.) monetarno finansijske institucije i b.) ostali subjekti. U drugu kategoriju ulaze u prvom redu nefinansijske korporacije, ali su njome obuhvaćeni i subjekti poput stranih vlada, ostalih finansijskih institucija i fizičkih lica. Za svaku vrstu transaktora utvrđuje se poreklo, pri čemu je od centralnog značaja udeo transaktora, u ukupnom obimu aktivnosti, koji potiču iz drugih zemalja evrozone ili zemalja EU koje ne pripadaju monetarnoj uniji, a ponegde zbog komparacije u obzir se uzimaju i transaktori izvan EU agregatno. Ovakvo dublje raščlanjavanje svake vrste transaktora pruža uvid u intenzitet naklonosti ka domaćim transaktorima, u odnosu na strane transaktoare.

Slika 65. prikazuje kretanje prekogranične kreditne aktivnosti banaka iz evrozone usmerene prema ostalim subjektima. Udeli koji se opažaju na slici su veoma skromni i naznačuju supremaciju domicilne kreditne aktivnosti u ukupnoj kreditnoj aktivnosti vezanoj za ovaj tip subjekata³⁸⁶. Ona se početkom 2000-ih nalazila na nivou od 90% ukupnog kreditnog portfolija, da bi u narednim godinama sporo, ali stabilno, udeo opadao do nivoa od 87% na početku kriznog perioda, nakon čega nastupa zaokret i

³⁸⁶ Na slici 65. nije unet udeo kreditiranja domaćih subjekata u ukupnoj aktivnosti, jer se zbog njegovog reda veličine ne bi mogli uočiti trendovi u kreditiranju subjekata iz drugih zemalja evrozone i EU.

blagi rast udela do nivoa od oko 88% na kojem se i danas nalazi. Ako se pažnja usmeri na udeo prekogranične kreditne aktivnosti usmerene prema subjektima iz drugih zemalja evrozone i EU, kao pozitivna činjenica izdvaja se dupliranje tog udela kod obe grupe zemalja tokom posmatranog perioda, ali je nepovoljno to što apsolutni nivoi tih udela ne ukazuju da je ova aktivnost razvijena. Udeo od oko 5% ukupnog kreditnog portfolija koji je plasiran subjektima iz drugih zemalja evrozone³⁸⁷ i nešto ispod 3% subjektima iz zemalja EU koje ne pripadaju evrozoni³⁸⁸ nije impresivan, ali ukazuje da subjekti iz EU preovlađuju u odnosu na subjekte iz ostalih zemalja u svetu čiji je udeo nešto iznad 4%, ali u dobroj meri stabilan. Iz toga proizlazi da je rast udela subjekata iz svih zemalja EU agregatno rezultat pada udela kreditiranja domaćih subjekata u ukupnom portfoliju.

Ako se pažnja fokusira na krizni period, primećuje se da je kreditiranje subjekata iz zemalja EU koje nisu članice evrozone u prvoj instanci jače opalo, ali se zato i brže oporavilo, za razliku od kreditiranja subjekata iz drugih članica evrozone koje je prvo ušlo u period stagnacije, a potom i blagog povlačenja



Slika 65: Prekogranična kreditna aktivnost banaka iz evrozone

Izvor: European Central Bank

³⁸⁷ Najviši nivo od 5,4% je zabeležen u prvom kvartalu 2009. god.

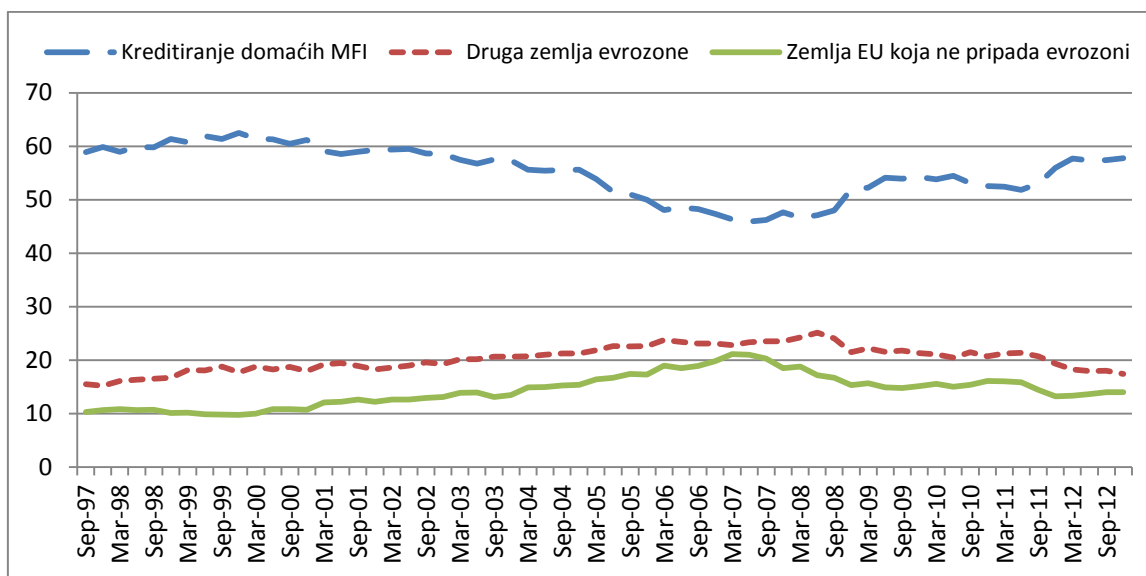
³⁸⁸ Najviši nivo od 3% je zabeležen u drugom kvartalu 2007. god.

Spram prekograničnog kreditiranja ostalih subjekata od strane MFI, segmenta koji je na niskom nivou integrisanosti, kreditiranje MFI iz drugih zemalja EU je daleko razvijenije. Slika 66. to potkrepljuje³⁸⁹.

Od uvođenja zajedničke valute paralelno jača, u apsolutnom i relativnom smislu, kreditiranje MFI iz drugih zemalja evrozone i EU koje nisu usvojile evro. Udeo prekograničnog EU inter-MFI kreditiranja je inicijalno bio viši nego kod kreditiranja ostalih subjekata, kretao se oko 25%, što ukazuje na razvijenije i čvršće veze unutar MFI sektora. Po istom obrascu uočenom kod kreditiranja ostalih subjekata, rast udela prekograničnog kreditiranja MFI u EU zaključno sa nastupanjem krize, kada je iznosio blizu 45%, je izvršen na štetu kreditiranja domaćih MFI, čiji udeo je pao na 46%. Međutim, trend se obrnuo u poslednjih pet godina, tako da je ovaj segment tržišta koji je važio za integrisaniji više i trpeo od negativnih uticaja krize. Udeo domaćeg kreditiranja se opet popeo na preko 50%, prevazilazeći tako ukupan obim prekograničnog kreditiranja³⁹⁰, sa tendencijom daljeg rasta. U 2012. god. se tako nivo kreditiranja MFI iz drugih zemalja evrozone spustio na nivo sa kraja 1990-ih godina, dok se kreditiranje MFI iz dela EU koji je izvan evrozone drži na višem nivou u odnosu na isti bazni period. Kada se radi o prvopomenutom obliku kreditiranja, primećuje se da je nastupanje krize izazvalo jednokratni pad respektivnog udela, a da je kriza suverenog duga proizvela trajniji negativan efekat na njega, s tim da se očekuje da sve preduzete mere na nivou EU, koje su u ranijem delu rada razmatrane, efikasno i definitivno neutrališu njegov dalji uticaj.

³⁸⁹ Podaci koji su korišćeni za potrebe konstrukcije slike 66. se ne podudaraju sa podacima koji su korišćeni prilikom konstrukcije slika 34. i 35. iz tačke ove glave u kojoj je razmatrana integracija tržišta novca. Ovo je važno naglasiti zbog bliskosti predmeta analize i određenih preklapanja u podacima, ali i bitnih razlika među njima. Prvo, podaci prezentovani na slici 66. su prikupljeni od strane nacionalnih centralnih banaka članica Evrosistema i dostavljeni ECB-u i odnose se na agregatni bilans stanja MFI sektora u nacionalnim okvirima. MFI sektor, pored kreditnih institucija, obuhvata i investicione fondove sa tržišta novca. Oni svoj finansijski potencijal usmeravaju prevashodno u depozite banaka i kratkoročne HoV, čime utiču na konačne rezultate prezentovane na slici 66. Statistike nacionalnih centralnih banaka, za sada, ne omogućavaju precizno odvajanje podataka koji se tiču isključivo međubankarskog tržišta. Drugo, slike 34. i 35. su bazirane na podacima koji su prikupljeni kroz godišnju anketu koju sprovodi ECB (*Euro Money Market Survey*), pa one stoga ne odražavaju poslovnu aktivnost svih banaka, već samo onih uvrštenih u panel. Prednost ovih podataka je da su usko usredsređeni na međubankarsko tržište, ali ostaje otvoreno pitanje validnosti važenja uočenih obrazaca na nivou kompletnog bankarskog sektora u evrozoni. Sa druge strane, prednost slike 66. je njena reprezentativnost, pošto obuhvata sve kreditne institucije, ali je sveobuhvatnost podataka i njena mana jer bi manji nivo obuhvatnosti bio praktičniji za sprovođenje dodatnih analiza.

³⁹⁰ U njega je uključeno i kreditiranje MFI koje potiču iz zemalja koje nisu članice EU.



Slika 66: Intra-MFI prekogranična kreditna aktivnost

Izvor: European Central Bank

Smanjenje kreditne izloženosti prema inostranim subjektima i rast kreditne izloženosti prema domaćim subjektima, koje je opaženo kod banaka kao glavnih repreezenata MFI sektora, može da se objasni sa više faktora³⁹¹. Prvo, pogoršanje opšteg ekonomskog okruženja i makroekonomskih performansi je izraženije u onim zemljama koje su ranije bile destinacija prekograničnih tokova nego u domaćoj zemlji, odnosno zemljama koje su bile ishodište ovih tokova. ECB (2012) ukazuje na finansijsku neravnotežu u evrozoni pre nastupanja krize, pri čemu razvrstava zemlje na dve grupe: a.) zemlje sa suficitom (neto kreditori) i b.) zemlje sa deficitom (neto dužnici). U prvu grupu spadaju: Belgija, Nemačka, Luksemburg, Holandija, Austrija i Finska, a sve ostale zemlje u drugu grupu, koja je samim tim i brojnija. Sledeći ovu podelu, jasno se uviđa da su krizom najviše pogođene zemlje upravo svrstane u ovu drugu grupu. Drugo, ono može da se objasni redefinisanjem poslovnog modela evropskih banaka. Strategijska odluka banaka u doba krize i neizvesnosti je fokusiranje na ključna tržišta (*core markets*). Pritisak na banke da pojačaju nivo adekvatnosti kapitala, koji podrazumeva pad kreditne izloženosti, može da se realizuju smanjenjem izloženosti na perifernim tržištima, koja u ovom slučaju predstavljaju strana tržišta³⁹², i decidirana posvećenost domaćem tržištu

³⁹¹ ECB (2011)

³⁹² U ekonomskom smislu pod perifernim tržištem ne moraju da se podrazumevaju samo geografski definisana tržišta određenog proizvoda/usluge. Periferno tržište može biti tržište određenih

kao ključnom za poslovni uspeh. Na izvestan način, promena poslovnog modela može biti rezultat pada poverenja u strana tržišta. Treće, država je značajno potpomogla bankarski sektor tokom kriznog perioda na različite načine u različitim zemljama evrozone³⁹³. Ova pomoć nije mogla proći bez izvesnog signaliziranja bankama, koje se može kategorizovati kao oblik uticaja poznatiji pod nazivom moralno uveravanje (*moral suasion*), kakva vrsta ponašanja se zauzvrat očekuje od njih. Obzirom da su vlade odgovorne za blagostanje rezidenata svoje zemlje, logično je da će njeni predstavnici u kontaktima sa bankama insistirati na održavanju ili rastu domaće kreditne izloženosti. Četvrto, banke koje su eksplicitno koristile državnu finansijsku pomoć, radi obezbeđenja svog opstanka, su bile direktno uslovljene usvajanjem plana konsolidacije svog poslovanja. Po pravilu, takvi planovi su podrazumevali orijentaciju na lukrativna tržišta i poslove, što su po pravilu domaća tržišta tih banaka, što implicira zatvaranje filijala ili prodaju banaka ćerki u drugim zemljama³⁹⁴ kako bi banke iskoristile interne kapacitete, u smislu generisanja novca, za pokrivanje gubitaka. Ovo dezinvestiranje direktno vodi padu inostrane kreditne izloženosti. Bank of England (2010) takođe konstatuje da je prekogranično kreditiranje najoštrije reducirano u onim nacionalnim bankarskim sistemima čije banke su primile najveće injekcije kapitala od strane svojih vlada. Ukupno uzev, državna intervencija u bankarskom sektoru, koja je opravdana sa stanovišta očuvanja stabilnosti bankarskog sistema, može da ima negativne sporedne efekte na integraciju tržišta bankarskih usluga.

Stepen u kome MFI iz evrozone preferiraju domaće ili inostrane transaktove može da se oceni iz odlika formiranog portfolija hartija od vrednosti čiji emitenti su MFI. Brži rast udela hartija od vrednosti koje su emitovale MFI iz drugih zemalja evrozone u odnosu

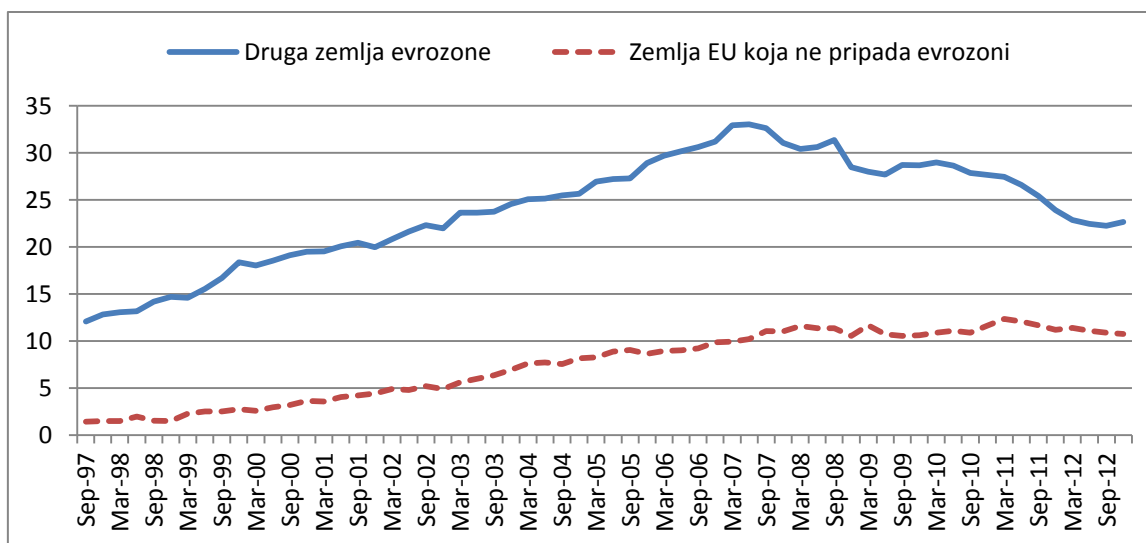
proizvoda/usluga koje nije direktno povezano sa jezgrom delatnosti banke/kompanije. Npr. KBC banka je u planu svog restrukturiranja preuzela obavezu ne samo da reducira svoju aktivnost u drugim zemljama, Belgija je matična zemlja za ovu banku, već da se povuče iz delatnosti osiguranja (osiguravajuće društvo Fidea), kao i iz drugih poslovnih ulaganja povezanih sa uslugom lizinga i iz investicionih kampanija.

³⁹³ Npr. u prvoj polovini 2009. god. oko 55% svih u tom periodu emitovanih bankarskih obveznica u evrozoni su bile pokrivene državnim jemstvom, koje podrazumeva da država u krajnjoj instanci garantuje njihovim kupcima/vlasnicima isplatu svih novčanih tokova proisteklih po osnovu obveznica. Ovim činom bankama se pomoglo u prikupljanju dugoročnih izvora finansiranja, koji su pogotovo bili bitni za banke koje su u finansijskoj strategiji bile prekomerno usmerene na kratkoročne izvore sa tržišta novca, čime su sa nastupanjem krize upale u problem nemogućnosti refinansiranja obaveza. Emisija bankarskih obveznica pokrivenih državnom garancijom razrešava ovaj problem.

³⁹⁴ Na srpskom bankarskom tržištu mogu se naći primeri ovakvih slučajeva. Povlačenja belgijske KBC banke i austrijske Hypo banke iz Srbije su sastavni deo njihovog programa restrukturiranja koji pomno nadgleda i kontroliše Evropska komisija.

na konkurentni udeo hartija emitovanih od strane MFI čije matične zemlje nisu članice evrozone, koji se opaža sa slike 67, sugeriše uticaj usvajanja zajedničke valute koji nije bio uočljiv prilikom razmatranja intra-MFI kreditiranja. Udeo hartija iz drugih zemalja evrozone se sa nivoa od 15% pre uvođenja zajedničke valute robusno povećavao ka nivou od 35%, koji bi verovatno i dostigao da nije nastupila kriza. Po ugledu na druge kvantitativne indikatore već izložene, jačanje pristrasnosti ka domaćim transaktorima rezultira u sledstvenom periodu u padu dotičnog udela. To ne menja činjenicu da su MFI iz evrozone značajno diversifikovale portfolio razmatranih hartija, pri čemu je geografski epicentar diversifikacije bila evrozona i EU.

Ovaj nalaz potvrđuje i kretanje udela hartija iz ostatka EU, koji se pokazao otpornijim na uskomešanost u globalnom i evropskom finansijskom sistemu. Ovaj period kod njega karakteriše stagnacija, koja nije bila praćena čak ni privremenim degresivnim kretanjima.



Slika 67: Investicije u hartije MFI sektora u evrozoni

Izvor: European Central Bank

Sveukupno, dve celine bankarskih aktivnosti - međubankarske aktivnosti i aktivnosti povezane sa tržištem kapitala³⁹⁵, pokazuju jasne znake napretka u integraciji. Kod

³⁹⁵ Obzirom da baze podataka koje su dostupne preko ECB-a ne sadrže podatke relevantne za ocenu integracije aktivnosti na tržištu kapitala, jer pravom na diseminaciju raspolažu komercijalne baze podataka koje istraživačima iz Srbije nisu dostupne (npr. *Dealogic*), autor upućuje na rad Cabral, Dierick

aktivnosti povezanih sa tradicionalnim bankarskim poslovima, svi pokazatelji upućuju na visoku i istrajnu fragmentaciju tržišta duž državnih granica. Integracija međubankarskog tržišta može proizvesti indirektno dejstvo na integraciju tradicionalnih kreditnih bankarskih poslova, čak i u slučaju neubedljivih rezultata koje sugerišu kvantitativni indikatori kojima se prati nivo prekogranične aktivnosti. Ovo dejstvo se sprovodi preko definisanja cene kredita, jer banke cenu međubankarskog kreditiranja tretiraju kao reper pri određivanju cena na kredite odobrene svojim klijentima, kako preduzećima tako i fizičkim licima. Ako je ta baza uniformna, a sve činjenice ukazuju da jeste, onda je izvesna konvergencija neizbežna.

Sveukupnu ocenu integracije tržišta bankarskih usluga je teško dati, jer se radi o delatnosti koja produkuje veliki broj diferenciranih proizvoda i usluga namenjenih jednako disperzovanom krugu korisnika. Pored toga, postoje immanentne barijere integraciji ovog tržišta. Berger et al. (2003) zauzimaju pesimistički stav po kome se globalizacija tržišta bankarskih usluga, odnosno njegova integracija, nikada neće sasvim završiti. Po njima, određene bankarske usluge, među kojima se izdvaja npr. kreditiranje malih i srednjih preduzeća koje je zasnovano na bliskom kontaktu i poznavanju klijenata (*relationship lending*), nikada neće biti pružene od strane inostranih banaka već lokalnih banaka čije poslovanje je duboko ukorenjeno u lokalnim sredinama u kojima imaju zavidnu reputaciju. Iskustvo tranzicionih zemalja, u koje se ubraja i Srbija, pokazuje da ako takve banke ne postoje ili im nije svojstvena zavidna reputacija,

i Vesala (2002) u kojem je dat dobar pregled kretanja provizija za uslugu pokretanja i realizacije emisije hartija od vrednosti i preferencija u pogledu nacionalnog porekla banaka koje će asistirati prilikom ovih emisija. Podaci kojima raspolažu ovi autori pokazuju da su neevropski finansijski posrednici pojačali svoje prisustvo prilikom emisije obveznica evropskih kompanija. Među njima se posebno ističu posrednici iz SAD-a. Ovaj razvoj može da se tumači kao signal integracije, jer istovetnost porekla emitenta i posrednika sve više gubi na značaju. Sa druge strane, činjenica da jača uloga američkih posrednika upućuje na globalni karakter konkurencije na ovom segmentu, što je posebno upadljivo kod najvećih emisija. Kod emisije akcija nije uočen tako snažan trend rasta učešća američkih posrednika u realizovanim emisijama, što pokazuje da je preimućstvo bliskog poznavanja emitenta opstalo kao presudan element konkurentne prednosti domaćih posrednika u odnosu na inostrane konkurente. Dermine (2003) ističe četiri izvora konkurentne prednosti lokalnih posrednika u poslu pokretanja i realizacije emisije hartija: a.) istorijski odnos zahvaljujući kojem su domaći posrednici imali privilegovano položaj kod domaćih emitenata, b.) lokalna ekspertiza u proceni poslovnog (kreditnog) rizika koja je presudna za određivanje cenovnih elemenata emisije, c.) denominacija emisije u domaćoj valuti i d.) ekspertiza domaćih banaka u poznavanju domaćeg monetarnog i finansijskog okruženja. Poslednja dva izvora konkurentne prednosti nestaju sa uvođenjem zajedničke valute, tako da lokalnim posrednicima preostaju samo prva dva izvora. Za uspeh emisije hartija velikih kompanija sa geografski raširenim poslovanjem više znače globalna ekspertiza u poznavanju određenih delatnosti i grana i sposobnost plasmana na međunarodnom nivou nego preostala dva izvora konkurentne prednosti domaćih posrednika, zbog čega se predviđa dalje slabljenje uloge domaćih posrednika.

što znači da navedeni argument nije objektivno prisutan, strane banke svejedno preferiraju opciju banaka ćerki koje bi trebalo da pružaju usluge na takvim tržištima umesto konvencionalne prekogranične aktivnosti.

Procesi kao što su deregulacija, tehnološki napredak i međunarodno širenje poslovanja nefinansijskih korporacija zajednički doprinose integraciji tržišta bankarskih usluga. Ipak, uprkos njihovom pospešujućem dejstvu, struktura nacionalnih tržišta uglavnom opstaje u postojećoj formi, sa blagim i inertnim promenama koje ne poseduju fundamentalan karakter.

Heinemann i Jopp (2002) i Schäfer (2009) ističu da integraciju tržišta finansijskih usluga namenjenih preovlađujućim grupama klijenata (*retail financial services*), to su građani i mala i srednja preduzeća, onemogućavaju dve vrste barijera: a.) prirodne (*natural*) i b.) veštačke ili politikom izazvane (*artificial/policy induced*). Heinemann i Jopp (2002) daju sistematičan pregled prepreka za integraciju koji je izložen na slici .

	Prirodne barijere	Veštačke barijere
Tražnja za finansijskim uslugama	- razlike u jeziku i kulturi - poverenje klijenata u dobro etablirane domaće finansijske institucije - geografska udaljenost i potreba za ličnim kontaktom	- nepovoljan poreski tretman proizvoda koje plasiraju strane finansijske institucije na domaćem tržištu - postojanje nacionalnih valuta unutar EU - nedovoljna informisanost o procedurama zaštite svojih prava prilikom prigovora/žalbi na usluge stranih fin. institucija
Ponuda finansijskih usluga	- informacioni troškovi izazvani prirodnim faktorima (kulturološke razlike, razlike u pravnoj baštini) - jednokratni fiskalni troškovi (<i>sunk costs</i>) prilikom ulaska na tržište - pristrasnost ka domaćim proizvodima i postojećim kanalima distribucije - nezainteresovanost za određena tržišta zbog njihove male veličine	- informacioni troškovi i troškovi prilagođavanja izazvani razlikama u nacionalnim propisima (npr. supervizija, zaštita korisnika, računovodstveni standardi) - smetnje za prekogranične tokove informacija (npr. ograničen pristup stranim kreditnim biroima) - privilegovan položaj domaćih institucija (npr. zbog državnog učešća u vlasništvu) - nedostaci vezani za propise kojima se reguliše interno tržište EU (sporo prilagođavanje EU legislative novonastalim okolnostima) - posebni troškovi obavljanja prekograničnih transakcija (npr. plaćanja, identifikacija korisnika)

Slika 68: Prirodne i veštačke barijere integraciji tržišta finansijskih usluga

Izvor: Heinemann i Jopp (2002)

Schäfer (2009) naglašava da su veštačke barijere po pravilu pravne prirode i da političke inicijative motivisane napretkom u integraciji tržišta efikasno mogu da uklone samo ovu vrstu barijera. Uticaj na prvu vrstu barijera je uglavnom izvan njihove moći. Prirodne barijere tako nastavljaju da deluju i ometaju integraciju tržišta. One proističu iz dugoročnih strukturalnih razlika koje postoje između zemalja. Među njima se izdvajaju: a.) maternji jezik, b.) poslovni običaji i c.) poverenje u domaće finansijske institucije koje je građeno decenijama. Ove razlike je veoma teško instrumentima politike smanjiti u kratkom i srednjem roku, pri čemu je njihovo apsolutno uklanjanje krajnje sporno. U osnovi, ove barijere su posledica razlika u preferencijama, tehnologiji i inherentnim karakteristikama lokalnih tržišta. Svi oni postepeno evoluiraju tokom vremena. Pored problema sa uklanjanjem ovih barijera, ni uklanjanje veštačkih barijera nije jednostavan zadatak. Ove prepreke mogu sprečiti banke od pružanja usluga prekograničnim klijentima ili dotične klijente od korišćenja usluga tih banaka. Propisi usmereni na razgradnju prvog oblika prepreka mogu imati nepovoljan efekat na drugi oblik prepreka, čime se umesto podsticanja integracije proizvodi istovremeno njeno sabijanje, a jednako izgledan je i obrnuti slučaj.

Specifičan slučaj gotovo hermetički zatvorenog tržišta usluga malog obima u evrozoni predstavlja Nemačka, koja u punoj meri ispoljava balast nacionalnog nasleđa koji usporava proces finansijske integracije³⁹⁶.

³⁹⁶ Više o obeležjima nemačkog bankarskog sistema je dato u glavi 2. rada.

4. Obeležja procesa finansijske integracije u Srbiji i drugim istočnoevropskim zemljama

Snažni zamah procesa finansijske integracije koji je poslednje dve decenije čvrsto uvezao finansijske sisteme starih zemalja članica EU, prvenstveno onih koje su pristupile evrozoni, sa pridruživanjem novih članica EU u 2003. i 2007. god. dobija nove prostore za ispoljavanje svog delovanja. Od trenutka kada je većina novopridruženih članica EU sprovela temeljnu reformu načina funkcionisanja svojih nacionalnih ekonomija, što se zbivalo u poslednjoj deceniji XIX veka, napuštajući postulate centralno-planskih privreda i preorijentišući se ka modelu tržišnih ekonomija i u finalnoj fazi otvorenih tržišnih ekonomija, postupno su se stvarali uslovi za uključivanje ovih zemalja u novokonfigurisane evropske finansijske tokove. Liberalizacija finansijskih tržišta i brz razvoj njihovih finansijskih sistema prirodno su vodili opažanju fenomena finansijskog produbljivanja, čijoj pojavi su doprineli faktori koji se mogu podvesti pod obeležja finansijske integracije.

Međutim, za najveći broj ovih zemalja perspektiva i dubina daljeg napretka u finansijskoj integraciji ostaje otvoreno pitanje. Kao što je to u odeljku posvećenom pokazateljima finansijske integracije već konstatovano, prelomna tačka na putu ka punom ostvarenju finansijske integracije u zapadnoevropskim zemljama bila je monetarna integracija koja je proizvela automatsku potpunu integraciju na određenim segmentima finansijskog tržišta, kao što je tržište novca. Već u junu 2004. god, nakon mesec dana članstva u EU; Slovenija, Estonija i Litvanija su ušle u evropski Mehanizam deviznih kurseva II (*Exchange Rate Mechanism II*). Članstvo u njemu je jedan od uslova za uvođenje evra³⁹⁷, dok je ceo proces uvođenja evra precizno definisan i sastoji se od tri faze. Osnovni uslov koji neka zemlja mora da ispuni da bi uvela evro je da bude članica EU, pa praktično od datuma pristupanja svaka zemlja ulazi u prvu fazu koja teče do momenta učlanjenja u MDK II. U ovoj fazi zemlja treba da pokaže da

³⁹⁷ Svaka zemlja koja želi da uvede evro je podvrgnuta zadovoljenju četiri kvantitativna kriterijuma: a.) stopa inflacije, b.) dugoročna nominalna kamatna stopa, c.) nivo deficita državnog budžeta i d.) nivo javnog duga. Pored ova četiri kriterijuma primenjuje se i peti kriterijum koji nije kvantitativnog već vremenskog karaktera, jer podrazumeva uslov da je zemlja koja želi da uvede evro bila članica dotičnog mehanizma najmanje dve godine u kojima nije izvršila devalvaciju svoje valute.

svoju politiku deviznog kursa vodi u zajedničkom interesu, odnosno da ne vodi politiku "osiromašnja svojih suseda" u kojoj devizni kurs koristi kao sredstvo za jačanje konkurentne pozicije domaćih preduzeća na međunarodnom tržištu. Zatim, monetarna politika u zemlji treba da primarno bude usredsređena na očuvanje stabilnosti cena, a zemlja ne sme da akumulira prekomerne deficite. Druga faza traje minimalno dve godine, a počinje trenutkom pristupanja zemlje MDK II. U MDK II nacionalna valuta dobija fiksni kurs u odnosu na evro, pri čemu devizni kurs sme odstupati u odnosu na fiksni kurs samo u granicama fluktuacije koje iznose +/- 15%³⁹⁸. Učešće u MDK II ima stabilizirajuću ulogu, pomaže vođenju zdrave ekonomske politike i usidranju inflatornih očekivanja. Tokom druge faze zemlja treba formalno da dokaže da je u stanju da održi stabilan devizni kurs uz istovremeno zadovoljenje četiri kvantitativna kriterijuma, poznatija kao kriterijumi konvergencije. Ekonomski gledano, suština druge faze se svodi na pokazivanje da zemlja može da postigne eksternu ravnotežu, što se sagledava kroz stabilan devizni kurs, uz ekonomski prosperitet na zdravim osnovama, a što se proverava putem zadovoljenja kriterijuma konvergencije. Treća faza je rezervisana za efektivno uvođenje evra u opticaj i povlačenje nacionalne valute. U svrhe ocene ispunjenja kriterijuma ECB zajedno sa Evropskom komisijom priređuje za svaku zemlju Izveštaj o konvergenciji (*Convergence Report*) u kojem ocenjuje napredak svake zemlje i održivost zadovoljenja kriterijuma konvergencije. Sagledava se zadovoljenje kriterijuma u dužem vremenskom kontinuumu koji pokriva i prošlost³⁹⁹ i sagledivu budućnost, a ne u nekoj vremenskoj tački, jer samo u slučaju dugoročnog zadovoljenja kriterijuma monetarna integracija može zemlji doneti ekonomsku dobrobit. Zemlje koje nisu adekvatno pripremljene i strukturno reformisane za monetarnu uniju mogu trpeti ekonomske konsekvence u slučaju preuranjenog uvođenja evra⁴⁰⁰, jer gubitak

³⁹⁸ Granice fluktuacije u stvarnosti mogu da budu i uže, ali je takva odluka u nadležnosti samih zemalja, a ECB ni na koji način ne nameće obavezu sužavanja raspona fluktuacije. Npr. Danska je članica MDK II od januara 1999. god. kada se obavezala na održavanje granica fluktuacije u nivou +/- 2,25%, dok je Letonija preuzela još oštriju obavezu održavanja varijacija deviznog kursa oko centralnog pariteta u granicama +/- 1%.

³⁹⁹ Uobičajeno je da se u razmatranje uzme zadnjih deset godina.

⁴⁰⁰ Upadljivo je da određene zemlje koje imaju ispunjene sve ekonomske kriterijume za uvođenje evra nisu iskoristile to pravo zbog raspoloženja građana koji su odbili pristupanje monetarnoj uniji. U Danskoj se septembra 2000. god. na referendumu 53% građana izjasnilo "protiv" uvođenja evra. Isti referendum je organizovan u Švedskoj u septembru 2003. god. na kojem se još veći procenat građana - 56%, izjasnio protiv uvođenja evra.

samostalne politike kamatnih stopa može usloviti pad ekonomskih performansi. Formalno, konačnu odluku o ulasku u monetarnu uniju donosi ECOFIN⁴⁰¹.

Shodno minimalnom dvogodišnjem članstvu u MDK II, i činjenici da se datum ulaska u evrozonu za one zemlje koje su ispunile kriterijume konvergencije projektuje na 1. januar određene godine, tri prve istočnoevropske članice mehanizma su obznanile planove da će zvaničan prelazak na evro biti realizovan sa početkom 2007. god. Ipak, već nakon godinu dana od pridruživanja postalo je izvesno da se najavljeni planovi neće realizovati u skladu sa očekivanjima, pa je jedino Slovenija ostala privržena prvobitnom datumu uvođenja evra. Pored Slovenije još jedino je Slovačka, koja je mehanizmu pristupila u novembru 2005. god, ostala čvrsto privržena ispunjenju postavljenih rokova pa je od 2009. god. postala članica evrozone. Estonija je postala članica evrozone 2011. god, a Letonija 2014. god. Češka, Mađarska, Poljska i Litvanija su planove za pristupanje evrozoni stavile u drugi plan, premda su po pristupanju sve četiri izrazile uverenje da će najkasnije do 2010. god. postati članice evrozone. Iskustvo sa inicijalnim planovima pristupanja evrozoni, njihovom korigovanju i odlaganjima ukazuje da se skoro izvesno učlanjenje u evrozonu istočnoevropskih članica EU ne odvija očekivanim tempom, pa samim tim posredni uticaj tih dešavanja na finansijsku integraciju sugerise i (ne)očekivane obrte u tom procesu.

Imajući u vidu značajan napredak u integraciji finansijskih sistema zemalja članica evrozone, uprkos skorašnjim smetnjama i nepovoljnostima proisteklim iz finansijskih poremećaja na globalnom nivou, produbljivanje finansijske integracije istočnoevropskih zemalja sa zemljama evrozone, od kojih su neke već istovremeni članovi obe skupine zemalja, će se odvijati na liniji sustizanja druge grupe zemalja po ključnim parametrima razvijenosti finansijskog sektora. Ovo podrazumeva radikalnu evoluciju finansijskog sektora u dotičnim zemljama koja bi trebalo da se okonča u širem i dubljem finansijskom sektoru sa izrazito povišenom efikasnošću. Preobražaj finansijskih sistema istočnoevropskih zemalja trebalo bi da ih približi po obeležjima sistemima zemalja

⁴⁰¹ Imajući u vidu nezaobilaznu, a veoma detaljnu i jasno strukturiranu proceduru uvođenja evra, svaka unilateralna evroizacija sprovedena od bilo koje države bi bila u suprotnosti sa Ugovorom iz Maastrichta kojim je formirana EU. U tom svetlu se može razmatrati i ideja uvođenja evra u Srbiju, ili bilo koju drugu zemlju koja nastoji da se bliže integriše sa EU.

evrozone, na način da devijacije po određenim parametrima razvijenosti finansijskog sektora i njegovog nivoa integrisanosti ne odstupaju značajno od prosečnih vrednosti parametara na nivou evrozone. Najveći i fokalni deo promena bi trebalo da bude rezultat delovanja tržišnih snaga. Uredan pravni okvir implementiran na pravi način je jedini ispravan, ali nezaobilazan, oblik pomoći koji nosioci javne vlasti mogu pružiti kako bi pospešili predviđene promene.

Proširenje evrozone će imati najmanje dve, kratkoročne do srednjoročne, reperkusije na njen finansijski sektor posmatran u globalu. Prvo, neminovno će doći do pogoršanja odnosa veličine finansijskog sektora i veličine privrede. Drugo, struktura i način funkcionisanja finansijskog sektora će biti blago heterogeniji. U oba slučaja razlog za promenu je inkorporacija finansijski slabijih sistema u napredniji skup visoko integrisanih finansijskih sistema.

U nastavku će biti prikazani indikatori finansijske integracije obračunati na osnovu podataka sledećih zemalja: Srbija, Bosna i Hercegovina, Hrvatska, Crna Gora, Slovenija, Makedonija, Mađarska, Bugarska, Rumunija, Albanija, Češka, Slovačka, Poljska, Estonija, Litvanija i Letonija. Pri obračunu konkretnih indikatora, u zavisnosti od raspoloživosti podataka, broj zemalja čiji podaci su korišćeni varira. Zbog toga će kod svakog indikatora biti navedene zemlje čiji podaci su efektivno korišćeni.

4.1. Integracija finansijskih tržišta

Analiza integracije finansijskih tržišta zemalja Istočne Evrope će se zasnivati na ranije razmatranim pokazateljima finansijske integracije za određene segmente finansijskog tržišta. Za ocenu nivoa integrisanosti međubankarskog tržišta novca koristi se disperzija kamatnih stopa. Kao merilo disperzije primenjena je standardna devijacija kamatnih stopa na nekolateralizovane prekonoćne kredite. Po ugledu na način obračuna EONIA-e na nivou evrozone, u većini istočnoevropskih zemalja se takođe utvrđuje referentna efektivna kamatna stopa kod prekonoćnog međubankarskog kreditiranja. Npr. u Srbiji se obračunava BEONIA od jula 2005. god, od decembra 2004. god. u Bugarskoj LEONIA, u Sloveniji se od jula 2003. god. do decembra 2006. god. utvrđivala SIONIA

da bi po ulasku u evrozonu ona bila zamenjena EONIA-om itd. U svim slučajevima radi se o prosečnoj preovlađujućoj kamatnoj stopi na ultrakratkoročnom međubankarskom tržištu koja se izvodi na osnovu stvarno realizovanih transakcija. Pojava dotičnih referentnih stopa je višestruko važna za finansijska tržišta u povelju kakva su u zemljama Istočne Evrope. Sa jedne strane, putem njih se može pratiti pravac delovanja monetarne politike, ali je za finansijske institucije ona važnija kao ingredijent novih finansijskih instrumenata. Finansijski derivati kao što su kamatni svopovi se ne mogu proizvoditi bez

postojanja stope na osnovu koje bi se utvrdio varijabilni deo novčanog toka koji se plaća u zamenu za fiksni deo novčanog toka. U te svrhe mogu da se koriste druge referentne stope, kao što su u Srbiji BELIBOR a u Makedoniji SKIBOR, ali za specifičan finansijski instrument - prekonoćni indeksirani kamatni svop⁴⁰² (*overnight indexed swap*), zbog njegove inherentne strukture i osnovne namene, u obzir dolazi samo prosečna efektivna kamatna stopa.

U obračunu disperzije kamatnih stopa se, zbog izvora iz kojih su podaci preuzimani, koriste mesečni podaci koji predstavljaju prosečne mesečne kamatne stope. Kod određenih nacionalnih izvora podataka bili su dostupni i podaci na dnevnom nivou, ali kako za većinu zemalja to nije bio slučaj, nije bilo moguće izračunati respektabilnu meru disperzije, pod uslovom da se analiza sproveda na skupu zemalja sa dostupnim dnevnim podacima, koja bi adekvatno reprezentovala raspršenost kamatnih stopa u targetiranom geografskom prostoru. Zbog ograničenosti podataka ili nepostojanja referentnih kamatnih stopa sa tržišta novca iz analize su isključene Bosna i Hercegovina i Albanija. U Bosni i Hercegovini se međubankarsko tržište novca formiralo najkasnije, tek početkom 2008. god. pošto su krajem 2007. god. ispunjeni tehnički uslovi i uvedena elektronska platforma za trgovanje, ali su njegovi efekti krajnje slabi, u smislu nivoa

⁴⁰² Ovaj finansijski derivat se kotira po određenoj kamatnoj stopi na vanberzanskom tržištu. Ta kamatna stopa se primenjuje na ugovoreni nominalni iznos i definiše iznos kamate na koju strana koja prihvata uslove svopa ima pravo. Sa druge strane, obaveza strane koja ulazi u ovu vrstu kamatnog svopa je da izvrši plaćanje koje zavisi od prosečne efektivne kamatne stope na nekolateralizovane prekonoćne kredite u roku važenja svopa. Ako je rok važenja svopa 90 dana, onda se uzima 90 vrednosti efektivne kamatne stope na prekonoćne kredite, odnosno na svaki dan u kome je svop bio na snazi, i obračunava se kamatna stopa koja ima varijabilni karakter, a koja se primenjuje na ugovoreni nominalni iznos i definiše visinu novčanog plaćanja za odnosnu stranu. Na ovaj način, dotična strana može sebi obezbediti dugoročnije kreditiranje, a da pri tome plaća kamatnu stopu koja je važeća za ultrakratkoročno kreditiranje, i koja je u normalnim okolnostima niža.

prometa, zbog čega ne postoje ni referentne međubankarske stope za utvrđene najčešće nivoje dospeća u međubankarskom novčanom prometu. Nerazvijenost međubankarskog tržišta novca u BiH se može pripisati dominantnom načinu zadovoljenja likvidnosnih potreba lokalnih banaka, koje su u apsolutnom ili većinskom stranom vlasništvu, i koje kroz transakcije sa svojim centralama podmiruju ove potrebe, zbog čega slabo trguju međusobno⁴⁰³. Problem sa pristupom podacima se pojavljuje i kod Hrvatske, zbog zaključenog sporazuma između Hrvatske udruge banaka i Reuters-a, što najveći deo podataka o međubankarskim stopama čini zaštićenim⁴⁰⁴. Ipak, podaci o prekonoćnim međubankarskim kamatnim stopama su dostupni.

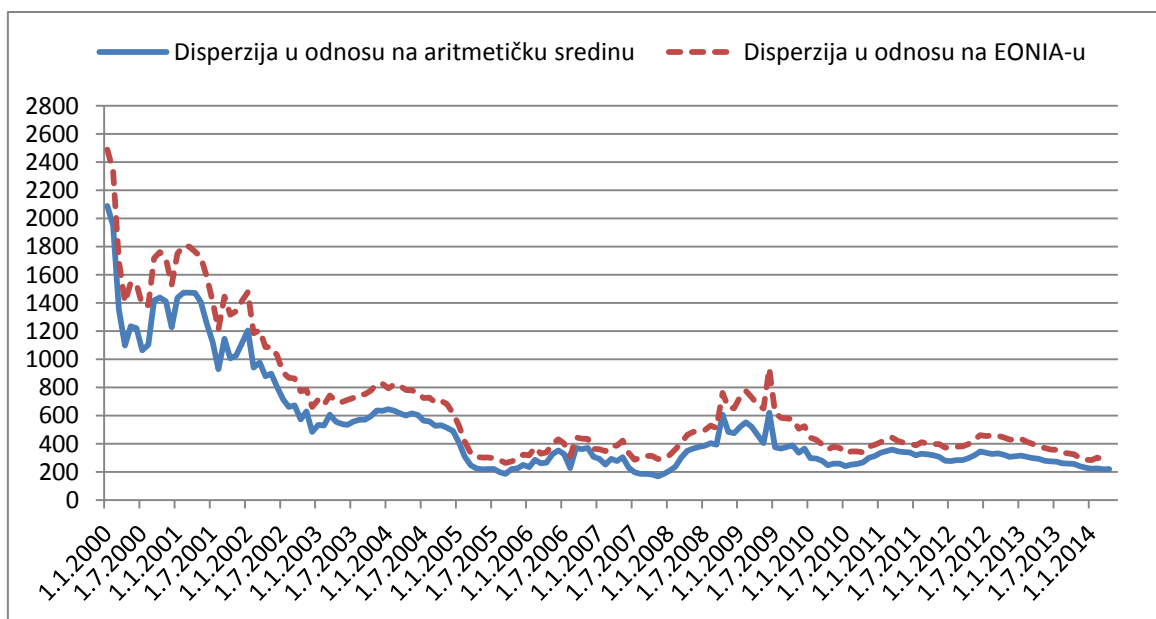
Vremenski period koji je pokriven u analizi se proteže od januara 2000. god. do poslednjih podataka dostupnih u 2014. god. Obuhvat zemalja uključenih u obračun mere disperzije u svakoj godini varira, obzirom na početak vremenske serije kamatnih stopa, početak obračuna referentne kamatne stope na međubankarskom tržištu, kao i promenu statusa zemlje - od zemlje koja nije članica evrozone do zemlje koja je članica evrozone. U zemljama u kojima se javno ne ističe referentna efektivna kamatna stopa na tržištu novca, koristi se kamatna stopa iz zvanične statistike njihove centralne banke za dati rok dospeća.

Slika 69. daje pregled dve mere disperzije. Prva mera disperzije pokazuje odstupanje od kamatne stope koja predstavlja aritmetičku sredinu svih referentnih stopa preuzetih iz skupa zemalja za koje su podaci dostupni, dok druga mera pokazuje prosečno odstupanje od referentne kamatne stope u evrozoni - EONIA-e. Po logici stvari, druga mera disperzije bi trebalo da ima višu vrednost u odnosu na prvu meru. Ako se na slici 69. posmatra konkretna vrednost disperzije u odnosu na prosečnu prekonoćnu kamatnu stopu u zemljama Istočne Evrope, ona se početkom prošle decenije kretala na nivou od

⁴⁰³ Ono po čemu se Centralna banka BiH razlikuje od drugih centralnih banaka iz bivših jugoslovenskih republika jeste što je organizovana po modelu valutnog odbora. Kao posebno obeležje BiH, model valutnog odbora može biti potencijalni razlog za onemoćalost tržišta novca. U Bugarskoj i Estoniji, dok nije postala članica evrozone, centralna banka je bila ustrojena po istom modelu, ali to nije omelo razvoj međubankarskog tržišta novca. Ovo iskustvo isključuje valutni odbor kao potencijalnu barijeru razvoju dotičnog tržišta.

⁴⁰⁴ U Hrvatskoj je sporazum o obračunu i objavljivanju kamatnih stopa sa međubankarskog tržišta novca aključen između Hrvatske udruge banaka i Reuters-a, što je redak slučaj, obzirom da je u drugim zemljama Istočne Evrope centralna banka bila jedna od uključenih strana sporazuma. Ovo model utiče i na pristup podacima.

preko 2000 baznih poena, da bi se u naredne dve godine prepolovila. Ovako visoke vrednosti početkom prošle decenije se prevashodno mogu objasniti vanredno visokom kamatnom stopom u Rumuniji - koja je iznosila preko 66% u januaru 2000, i u mnogo manjem stepenu iznadprosečnom kamatnom stopom koja je preovlađivala u Poljskoj. Uz određene oscilacije koje su se ispoljavale od meseca do meseca, opaža se generalni trend pada disperzije kamatnih stopa. Zahvaljujući njemu, disperzija je prvo pala ispod nivoa od 1000 baznih poena, pa ispod nivoa od 400 poena, da bi se neposredno pred krizu u 2007. god. spustila i ispod nivoa od 200 poena. Ipak, obzirom na potrese koji su prateća karakteristika krize dolazi do posledičnog rasta disperzije čime se delimično poništava napredak ostvaren u višegodišnjem periodu koji je prethodio krizi. Ipak, pogoršanje nije bilo dugog veka i mera disperzije se vraća na pretkrizni nivo, tako da u periodu 2010-2013. god. ona oscilira oko 300 baznih poena, da bi u 2014. god. prišla granici od 200 baznih poena, vraćajući se najnižim dostignutim nivoima iz pretkriznog perioda.



Slika 69: Disperzija kamatnih stopa na prekonoćne međubankarske kredite

Izvor: Kalkulacija autota na osnovu podataka nacionalnih centralnih banaka

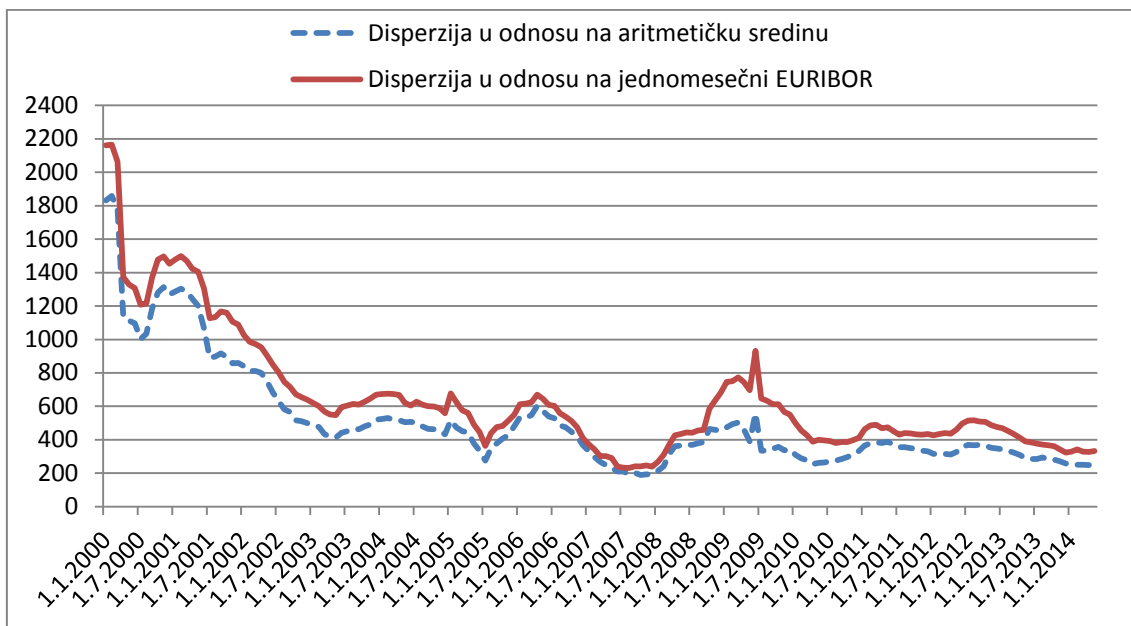
Ukupan posmatrani vremenski raspon može da se podeli na dva distinktivna perioda. Prvi period pokriva prvih pet godina, a drugi preostalih skoro devet godina. U prvom

periodu su viši i prosečna disperzija kamatnih stopa kao i njen volatilitet, dok u drugom periodu imamo niži volatilitet i nižu i stabilniju prosečnu disperziju.

Ako se vrši poređenje dve mere disperzije, uočava se da su prekonoćne kamatne stope u analiziranim zemljama udaljene manje međusobno nego u odnosu na prekonoćnu kamatnu stopu u evrozoni. Razlika između dve mere disperzije varira tokom vremena, pa sa visokog nivoa od preko 300 baznih poena, na kojem se nalazila u početnim godinama, ona se konzistentno smanjuje tako da se disperzija u odnosu na EONIA-u približava disperziji u odnosu na prosečnu kamatnu stopu u analiziranim zemljama, što je i potvrda rasta nivoa integrisanosti. U periodu 2005-2007. god. ona se spušta ispod 100 baznih poena što je ogroman iskorak u odnosu na raniji period. Nakon širenja razlike među disperzijama u narednom periodu, od druge polovine 2010. god. razlika se opet stabilizuje i oscilira u uskom rasponu oko 100 baznih poena uz tendenciju pada prosečne razlike.

Kretanje disperzije prekonoćnih kamatnih stopa u istočnoevropskim zemljama se može staviti u odnos da kretanjem analogne disperzije u zemljama evrozone u periodu neposredno pre uvođenja evra u 1999. god.⁴⁰⁵. Ovde se opaža velika sličnost u kretanju vrednosti dve disperzije. U pet godina koje su prethodile uvođenju evra disperzija u evrozoni se kretala u rasponu od 250 do 100 baznih poena. Raspon u kome se u najvećem delu perioda koji počinje sa martom 2005. god. kreće disperzija u istočnoevropskim zemljama se proteže između 200 i 300 baznih poena. Pri tome, kada bi se iz skupa zemalja izdvojile zemlje koje su pristupile EU u 2004. god. došlo bi se do rezultata koji pokazuje da se raspon disperzije prekonoćnih kamatnih stopa u njima podudara sa rasponom u zemljama evrozone u periodu koji je neposredno prethodio uvođenju evra.

⁴⁰⁵ Pogledati poglavlje u kome se razmatraju indikatori finansijske integracije u evrozoni.



Slika 70: Disperzija kamatnih stopa na jednomesečne međubankarske kredite

Izvor: Kalkulacija autota na osnovu podataka nacionalnih centralnih banaka

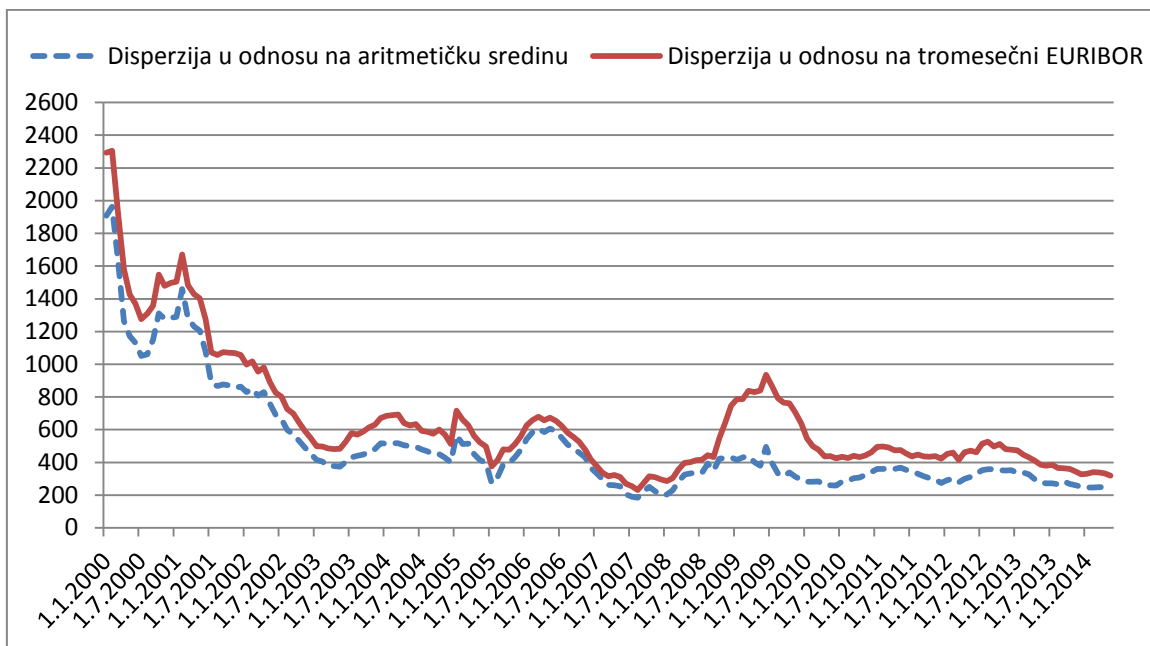
Na slikama 70. i 71. prikazana je disperzija kamatnih stopa na jednomesečne i tromesečne međubankarske pozajmice. Po ugledu na sliku 69, pored disperzije u odnosu na prosečnu kamatnu stopu na nivou svih razmatranih zemalja, izložena je i disperzija u odnosu na referentnu kamatnu stopu u evrozoni - EURIBOR. Kretanje disperzije kamatnih stopa na slikama 70. i 71. podražava kretanje disperzije kamatnih stopa na prekonoćno kreditiranje sa slike 69. Opaža se opadajući trend u kretanju disperzije, što upućuje na jačanje integracije. Rumunija i Poljska se ističu po većim vrednostima svojih prosečnih kamatnih stopa, što proizvodi visoke vrednosti mere disperzije u prvim godinama. Uzrok visoke kamatne stope u Rumuniji je visoka i nestabilna stopa inflacije, koja je došla u umerene okvire tek od 2005. god, dok se stabilizacija inflacije u Poljskoj postigla značajno ranije.

Prva razlika između disperzija sa slike 70. i 71. u odnosu na disperziju sa slike 69. je u oštrijim oscilacijama disperzija stopa. Kod jednomesečnih i tromesečnih međubankarskih pozajmica kratkoročne oscilacije su silovitije, što se plastično ogleda u u periodu 2005-2007. god. U datom intervalu disperzija stopa na prekonoćno kreditiranje je blago rasla, ali se kretala ispod nivoa od 400 baznih poena, dok je kod

jednomesečnih i tromesečnih pozajmica ona u svom rastu prešla granicu od 600 baznih poena. Ipak, u posljednje četiri godine intervala sve tri disperzije su ujednačene i kreću se u istom rasponu.

Druga razlika se vezuje za odstupanje kamatnih stopa zemalja uključenih u analizu u odnosu na referentnu stopu u evrozoni, odnosno o drugoj meri disperzije koja je paralelno prikazana sa glavnom merom disperzije na sve tri slike. Do početka 2007. god. razlika između dve mere disperzije kod sve tri ročnosti se kretala veoma blisko, da bi u veoma kratkom periodu tokom iste godine skoro iščezla kod jednomesečnih i tromesečnih pozajmica. Ovaj period karakteriše visoka likvidnost međunarodnih finansijskih tržišta i opšti ekonomski optimizam koji je splasnuo već krajem iste godine sa prvom najavom zaoštavanja stanja na finansijskim tržištima. Shodno novonastaloj situaciji na globalnim i lokalnim finansijskim tržištima, dolazi do eskalacije razlike među disperzijama kod jednomesečnih i tromesečnih pozajmica, koja značajno premašuje istu razliku kod prekonoćnih pozajmica, a beleže se i njeni rekordni nivoi. U određenom momentu ispostavilo se da je razlika između dve disperzije veća od vrednosti same glavne disperzije kod tromesečnih pozajmica. U septembru 2009. god. glavna mera disperzije uzima vrednost od 315 baznih poena, dok je druga mera disperzije na nivou od 765 baznih poena što čini razliku od 450 baznih poena. Dubina jaza između dve mere disperzije je bila najizrazitija upravo u periodu 2008-2009. god. kod jednomesečnih i tromesečnih pozajmica.

Kako bi slika o disperziji kamatnih stopa sa međubankarskog tržišta bila potpuna, na slici 72. su date disperzije kamatnih stopa za šestomesečne i dvanaestomesečne kredite. Prikaz ove dve disperzije ukazuje na zanimljive zakonomernosti vezane za njihovo uzajamno kretanje. Ceo vremenski period se može razdeliti na tri segmenta. U prvom koji traje zaključno sa početkom 2002. god. disperzija stopa na dvanaestomesečne kredite je konzistentno veća u nego kod šestomesečnih kredita. Zatim u segmentu 2002-2004. god. disperzije se skoro podudaraju, što je izniman slučaj. U poslednjem segmentu, disperzija stopa na šestomesečne kredite prevazilazi disperziju dvanaestomesečnih kredita, s tim što je jaz na početku ovog trećeg segmenta veoma dubok.



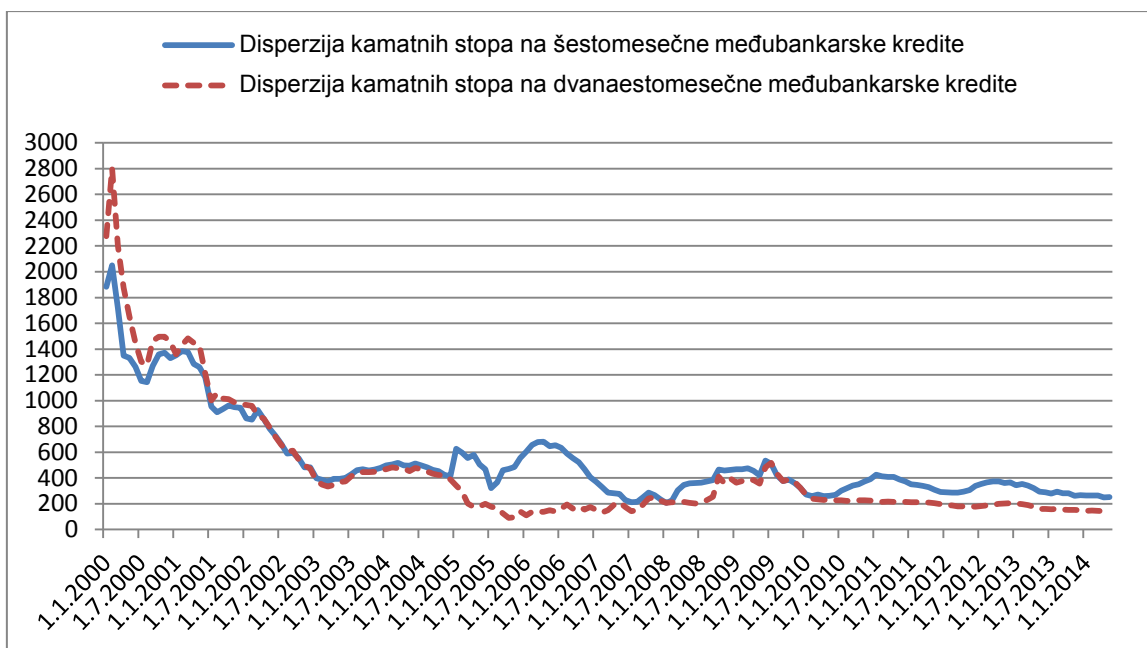
Slika 71: Disperzija kamatnih stopa na tromesečne međubankarske kredite

Izvor: Kalkulacija autota na osnovu podataka nacionalnih centralnih banaka

Po skokovima i opštem kretanju disperzija stopa šestomesečnih kredita je najbližnja disperziji stopa na jednomesečne i tromesečne kredite. Sa druge strane, kretanje disperzije na dvanaestomesečne kredite više podseća na disperziju stopa na prekonoćne kredite. Pored toga, disperzija stopa na dvanaestomesečne kredite uzima najniže vrednosti od svih posmatranih disperzija počev od 2004. god, koje u dobrom delu potonjeg perioda ne prelaze nivo od 200 baznih poena. Iz ovoga proističe da je to ročni segment u kome je postignut najviši nivo integracije. Ovaj zaključak zahteva izvesnu predostrožnost, obzirom da je lista zemalja u kojima banke međusobno efektivno trguju sa rokom dospeća od dvanaest meseci najkraća. U Srbiji banke ne daju kotacije za dotičnu ročnost, najdugoročniji BELIBOR je šestomesečni. Pored toga, podaci za određene zemlje, kao što su Bugarska i Mađarska, poseduju mnogo praznina, odnosno za priličan broj meseci nisu istaknute referentne kamatne stope. Dok ovi nedostaci snižavaju informativnu vrednost dotične disperzije, oni ne osporavaju opštu ocenu nivoa integracije razmatranog ročnog segmenta.

Ako bi se poredio relativan odnos disperzija na kredite različitih ročnosti u istočnoevropskim zemljama i u evrozoni, prema analizi urađenoj u prethodnoj glavi,

opažaju se jedno zajedničko obeležje i jedna razlika. Disperzija stopa na prekonoćne kredite je viša od disperzije na dvanaestomesečne kredite kod oba skupa zemalja. Razlika je što je kretanje disperzije stopa na jednomesečne kredite u evrozoni po svom ponašanju bliže kretanju disperzije stopa na dvanaestomesečne kredite, dok je u istočnoevropskim zemljama ono sličnije kretanju disperzije na prekonoćne kredita.



Slika 72: Disperzija kamatnih stopa na šestomesečne i dvanaestomesečne međubankarske kredite

Izvor: Kalkulacija autota na osnovu podataka nacionalnih centralnih banaka

Tržište državnih hartija od vrednosti se u istočnoevropskim zemljama razvija tokom 1990-ih. Napuštanjem modela deficitarnog finansiranja preko centralne banke, javne finansije ovih zemalja se okreću modelu popunjavanja likvidnosnog deficita budžeta i finansiranja javnih kapitalnih investicija zasnovanom na tržišnim principa. Razvoj tržišta državnih HoV se smatra krucijalnom komponentom novog modela. Za razliku od primarnog tržišta HoV čiji razvoj je tekao sigurno i relativno brzo, uspostavljanje sekundarnog tržišta se odvijalo sporije i sa više smetnji. Struktura kupaca sa primarnog tržišta HoV je otežavala razvoj sekundarnog tržišta. Predominantni kupci su bile banke, koje su se nakon kupovine na primarnom tržištu retko odlučivale za njihovu prodaju pre roka dospeća, što je sekundarno tržište činilo iznimno plitkim. Za razliku od banaka,

koje su inertne u korekciji portfolija HoV, institucionalni investitori se smatraju pogodnijim i poželjnijim učesnicima na sekundarnom tržištu. Njihovo slabo prisustvo u istočnoevropskim zemljama, koje je rezultat ili njihovog nepostojanja ili male veličine i skromne finansijske snage u tim zemljama, doprinosi slaboj razvijenosti sekundarnog tržišta.

Opšta ocena stanja tržišta državnih HoV u Istočnoj Evropi je da su ona mahom mala i nisko likvidna, ali veliki napredak koji je ostvaren u poslednjoj deceniji svrstava ovaj segment u najrazvijeniji deo tržišta hartija od vrednosti u tim zemljama. U tabeli 37. dat je pregled dve veličine po zemljama: a.) učešća ukupnog javnog duga u bruto domaćem proizvodu i b.) učešća emitovanih državnih HoV u bruto domaćem proizvodu. Kroz prvu veličinu može se pratiti kretanje relativnog opterećenja zemlje javnim dugom, a kroz drugu važnost tržišta državnih HoV za finansiranje javnog duga.

Dominantan je trend rasta učešća javnog duga u bruto domaćem proizvodu u svim zemljama, izuzev Bugarske. Ubedljivo najnižu vrednost učešća beleži Estonija, koja zajedno sa Bugarskom jedina ima vrednost učešća manju od 20%. Osetan skok vrednosti učešća se u periodu krize registruje kod Letonije, Litvanije, Slovenije i Slovačke. U Letoniji se učešće dupliralo sa 19,8% u 2008. god. na 38,1% u 2013. god, u Litvaniji sa 15,5% na 39,4%, Sloveniji sa 22% na čak 71,7% i Slovačkoj sa 27,9% na 55,4%. Ako se nivo učešća od 80% postavi kao kritična granica, što se u analizama najčešće čini, onda bi se Mađarska i Slovenija nalazile u najtežoj situaciji, a sa velikim izgledima, ukoliko ne dođe do usporavanja tempa rasta javnog duga, u istoj situaciji može da se nađe i Hrvatska. Ipak, Mađarska se među ovim zemljama i pre krize izdvajala po najvišem nivou učešća, tako da dinamički posmatrano rast njenog učešća nije alarmantan, kao što je to u slučaju Slovenije i Hrvatske.

Slika 73. daje prikaz udela duga izraženog u hartijama od vrednosti⁴⁰⁶ u ukupnom javnom duga zemalja. Ova slika je informativniji prikaz podataka sadržanih u tabeli 37.

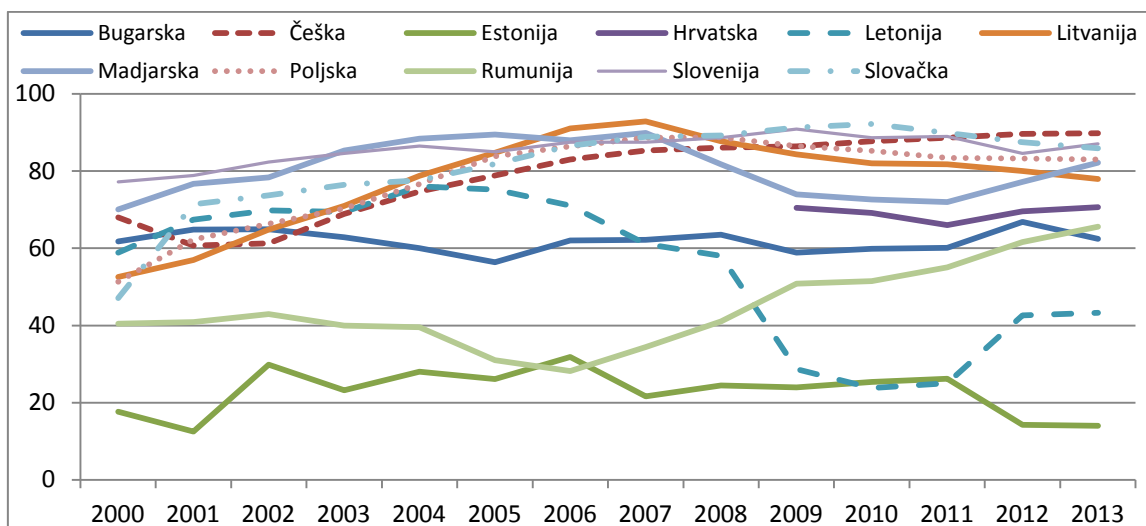
⁴⁰⁶ Pored utrživog duga oličenog u hartijama od vrednosti, javni dug zemlje se sastoji od duga zasnovanog na bilateralnim dužničko-poverilačkim odnosima sa različitim vrstama subjekata. Ti subjekti mogu biti vlade drugih zemalja, strane i domaće poslovne banke, razvojne organizacije (IBRD, EBRD, IMF, EIB, KfW itd) i sl, sa kojima se zaključuju različite vrste kreditnih aranžmana.

Tabela 37: Udeo javnog duga i državnih hartija u BDP-u

	Bugarska		Češka		Estonija		Hrvatska		Letonija		Litvanija		Mađarska		Poljska		Rumunija		Slovenija		Slovačka	
	JD	HOV	JD	HOV	JD	HOV	JD	HOV	JD	HOV	JD	HOV	JD	HOV	JD	HOV	JD	HOV	JD	HOV	JD	HOV
1998	77.6	46.5	14.5	9.5	6.0	1.6	:	:	9.3	3.6	16.5	6.2	60.9	32.4	38.9	:	16.8	8.3	23.1	17.0	34.5	22.5
1999	77.6	48.4	15.8	10.8	6.5	1.2	:	:	12.4	6.6	22.7	9.8	60.8	39.4	39.6	:	21.7	10.6	24.1	18.4	47.8	23.1
2000	72.5	44.8	17.8	12.1	5.1	0.9	:	:	12.4	7.3	23.6	12.4	56.1	39.3	36.8	18.9	22.5	9.1	26.3	20.3	50.3	23.7
2001	66.0	42.8	23.9	14.5	4.8	0.6	:	:	14.1	9.5	23.0	13.1	52.7	40.4	37.6	23.4	25.7	10.5	26.5	20.9	48.9	34.9
2002	52.4	34.0	27.1	16.6	5.7	1.7	35.1	:	13.6	9.5	22.2	14.4	55.9	43.8	42.2	28.0	24.9	10.7	27.8	22.9	43.4	32.0
2003	44.4	27.9	28.6	19.7	5.6	1.3	36.3	:	14.7	10.2	21.0	14.9	58.6	50.0	47.1	33.1	21.5	8.6	27.2	23.0	42.4	32.4
2004	37.0	22.2	28.9	21.6	5.0	1.4	38.2	:	15.0	11.4	19.3	15.2	59.5	52.6	45.7	35.0	18.7	7.4	27.3	23.6	41.5	32.2
2005	27.5	15.5	28.4	22.4	4.6	1.2	38.5	:	12.5	9.4	18.3	15.5	61.7	55.2	47.1	39.5	15.8	4.9	26.7	22.7	34.2	28.0
2006	21.6	13.4	28.3	23.5	4.4	1.4	35.7	:	10.7	7.6	17.9	16.3	65.9	58.0	47.7	41.2	12.4	3.5	26.4	23.1	30.5	26.4
2007	17.2	10.7	27.9	23.8	3.7	0.8	33.3	:	9.0	5.5	16.8	15.6	67.0	60.2	45.0	39.9	12.8	4.4	23.1	20.2	29.6	26.3
2008	13.7	8.7	28.7	24.7	4.5	1.1	30.0	:	19.8	11.5	15.5	13.6	73.0	59.7	47.1	41.8	13.4	5.5	22.0	19.5	27.9	24.9
2009	14.6	8.6	34.6	29.9	7.1	1.7	36.6	25.8	36.9	10.6	29.3	24.7	79.8	59.0	50.9	44.0	23.6	12.0	35.2	32.0	35.6	32.5
2010	16.2	9.7	38.4	33.7	6.7	1.7	45.0	31.1	44.5	10.6	37.8	31.0	82.2	59.7	54.9	46.8	30.5	15.7	38.7	34.3	41.0	37.8
2011	16.3	9.8	41.4	36.7	6.1	1.6	52.0	34.3	42.0	10.5	38.3	31.3	82.1	59.1	56.2	46.9	34.7	19.1	47.1	41.9	43.6	39.2
2012	18.4	12.3	46.2	41.4	9.8	1.4	55.9	38.9	40.8	17.4	40.5	32.4	79.8	61.6	55.6	46.3	38.0	23.4	54.4	46.0	52.7	46.1
2013	18.9	11.8	46.0	41.3	10.0	1.4	67.1	47.4	38.1	16.5	39.4	30.7	79.2	65.1	57.0	47.3	38.4	25.2	71.7	62.4	55.4	47.6

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka EUROSTAT-a

Kod skoro polovine zemalja obaveze po emitovanim hartijama od vrednosti čine više od 80% ukupnog javnog duga. Niskom učešću javnog duga u bruto domaćem proizvodu se u slučaju Estonije pridružuje i nisko učešće hartija od vrednosti u javnom dugu. Ovo je razlog zbog kojeg će Estonija biti isključena iz potonjih analiza, jer za nju ne postoje referentne obveznice koje se mogu uvesti u analizu. Dramatičan pad udela hartija od vrednosti u javnom dugu se opaža i kod Letonije, a razlog tome je teška makroekonomska situacija u kojoj se zemlja našla i pomoć koju je tom prilikom dobila od međunarodnih subjekata. Najveći relativni rast učešća hartija od vrednosti u javnom dugu u poslednjih pola dekade je načinila Rumunija, koja se danas po nivou učešća nalazi u grupi sa Bugarskom i Hrvatskom. U istom periodu u svim zemljama opaža se ili trend stagnacije ili blagog opadanja učešća.



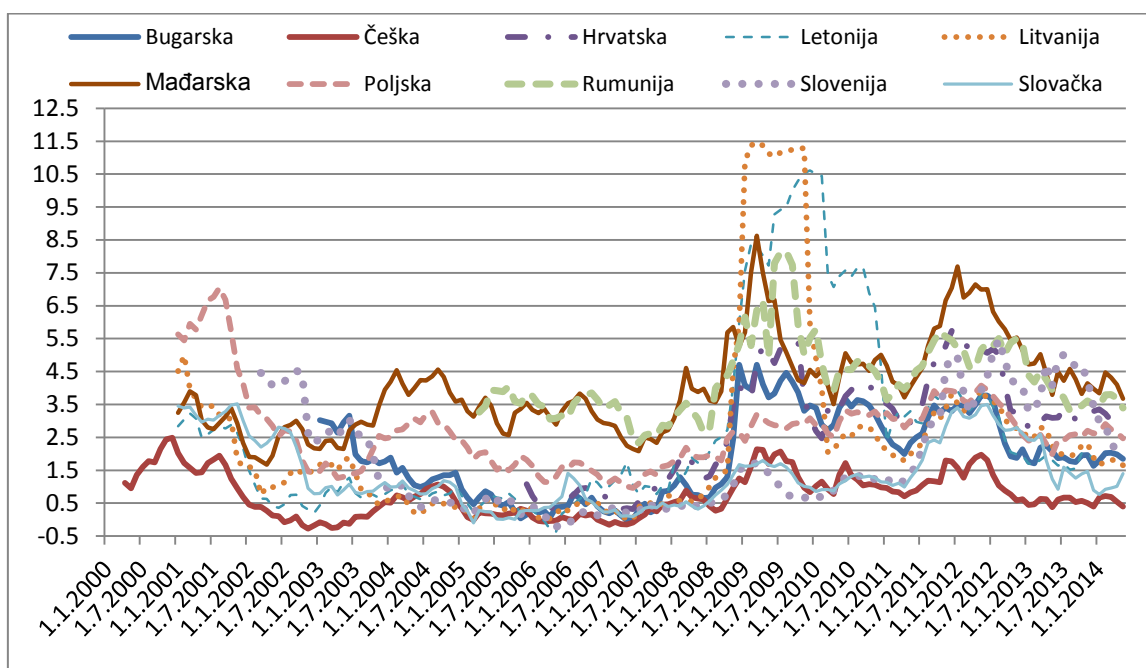
Slika 73: Udeo državnih hartija u ukupnom javnom dugu

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka EUROSTAT-a

Referentne obveznice na bazi čijih prinosa je sprovedena analiza integracije na tržištu državnih hartija od vrednosti su državne obveznice sa rokom dospeća od 10 godina. Ove obveznice poseduje deset zemalja iz skupa, tako da su iz analize isključene Srbija, Makedonija i Estonija. U Srbiji najveća ročnost državnih hartija iznosi 84 meseca (7 godina), a one su prvi put emitovane u martu 2013. god. Do danas je realizovano ukupno pet emisija hartija sa dotičnom ročnošću. Ipak, desetogodišnje obveznice još nisu emitovane u našoj zemlji, a emisija obveznica sa ovom ročnošću smatra se velikim uspehom, dok u ukupnoj strukturi emitovanih državnih hartija preovlađuju one sa kraćom ročnošću⁴⁰⁷. Slika 74. prikazuje kretanje spreda u prinosima. Spred u prinosima se računa kao razlika stope prinosa na državne obveznice određene zemlje i prinosa na nemačke državne obveznice istog roka dospeća. U tom smislu, nemačke obveznice se tretiraju kao benčmark. Početkom prošle decenije, spred u prinosima je bio neujednačen među zemljama, s tim što je u njegovoj visini prednjačila Poljska. U narednom periodu primećuje se konvergencija spredova za većinu zemalja. Sa stanovišta grupisanja spredova oko bliske vrednosti najpovoljniji je period 2004-2007. god. u kojem se spredovi šest zemalja kreću oko ili ispod nivoa od 50 baznih poena, dok se samo spredovi Mađarske i Rumunije, i u manjem stepenu Poljske, nalaze na povišenom

⁴⁰⁷ Prva emisija državnih hartija, kojom je uspostavljeno njihovo tržište, je obavljena 15. aprila 2003. god. na kojoj su emitovani tromesečni trezorski zapisi.

nivou. Ovaj period karakterišu povoljni ekonomski uslovi i vođenje zdravih i održivih javnih finansija, što zajedno pogoduje sužavanju spreadova. Razdoblje koje je potom usledilo karakteriše oštar rast spreadova i njihova divergencija. Naposljetku, od druge polovine 2012. god. dolazi do popravljavanja stanja u spreadovima i njihovog jasnijeg grupisanja unutar određenog raspona, uz zadržavanje određenog varijabiliteta u skladu sa širinom raspona. Jedina zemlja koja konzistentno ispoljava nizak nivo spreda u celom vremenskom razdoblju je Češka.



Slika 74: Spred u prinosima državnih obveznica

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka EUROSTAT-a

Presek prosečnih spreadova po godinama i zemljama dat je u tabeli 38. Rezistentno visok nivo spreda se opaža kod Mađarske, Poljske i Rumunije. Kod Mađarske i Rumunije, jedan deo objašnjenja za istrajan viši nivo spreda se vezuje za natprosečnu stopu inflacije u dotičnim zemljama. Kratkotrajan skok inflacije na dvocifren nivo na godišnjem nivou u Letoniji i Litvaniji takođe delimično objašnjava eksplozivan rast njihovog spreda u periodu 2008-2009. god.

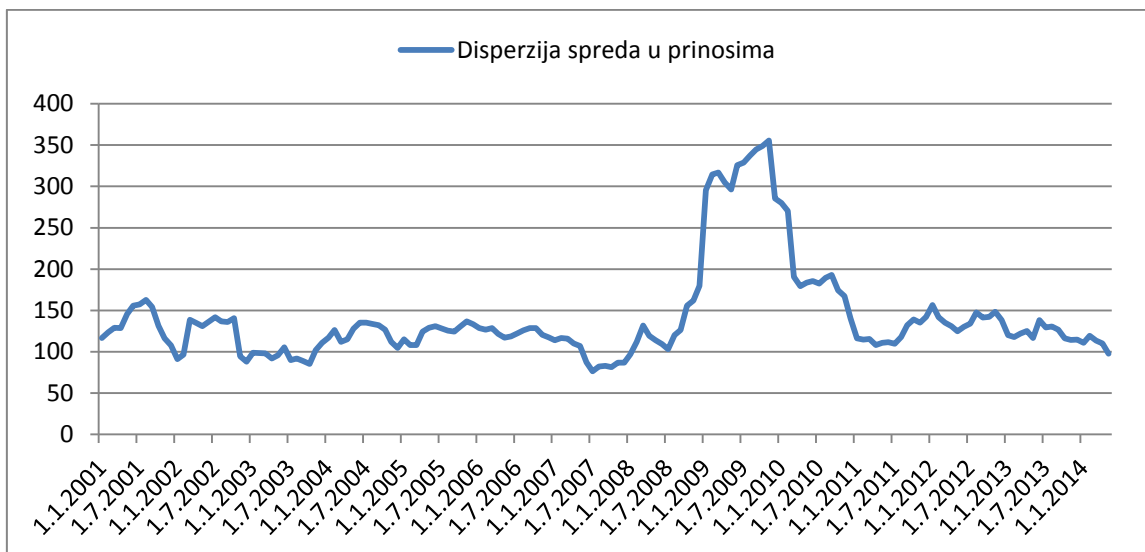
Tabela 38: Prosečan spred u prinosima državnih obveznica

	BUG	ČEŠ	HRV	LET	LIT	MAĐ	POLJ	RUM	SLO	SK
2000	-	173.67	-	-	-	-	-	-	-	-
2001	-	151.67	-	277.58	335.58	314.75	588.42	-	-	-
2002	-	9.42	-	62.58	128.00	230.25	257.33	-	395.20	-
2003	237.58	4.50	-	83.00	125.08	275.25	170.67	-	233.08	-
2004	132.33	78.42	-	82.08	46.58	415.25	286.00	-	64.67	-
2005	52.08	18.92	108.00	52.17	34.50	324.58	186.50	371.78	45.33	-
2006	42.08	3.75	66.83	37.08	31.83	335.33	146.92	346.58	9.08	-
2007	32.25	8.58	71.67	106.58	32.92	252.75	126.75	291.75	31.25	-
2008	139.25	64.92	205.75	244.75	162.33	425.42	208.75	371.33	62.25	73.92
2009	399.25	161.50	461.00	913.50	1078.17	590.08	289.75	647.17	115.25	148.33
2010	326.17	114.08	354.17	759.42	282.33	453.83	303.83	459.33	108.92	112.83
2011	274.83	109.92	393.08	329.92	255.17	502.67	334.75	468.42	236.25	183.92
2012	300.25	128.67	463.42	307.00	333.58	639.58	350.50	518.42	431.33	305.75
2013	190.33	54.17	311.08	177.00	226.17	435.33	246.33	384.42	424.17	161.75
2014	193.60	60.40	310.00	-	174.00	408.20	268.40	362.60	246.00	101.20

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka EUROSTAT-a

Slika 74. i tabela 38. pomažu u preciznom sagledavanju nivoa integrisanosti pojedinačnih lokalnih tržišta državnih hartija. Slika 75. upotpunjuje zaključak o nivou integrisanosti koji se na bazi razmatranja spreda u prinosima izvodi, jer je na njoj prikazana disperzija spreda u prinosima. Ovaj indikator služi kao kompozitna mera nivoa integrisanosti svih lokalnih istočnoevropskih tržišta državnih hartija. U retkim vremenskim periodima vrednost ovog indikatora se spuštala ispod granice od 100 baznih poena.

Istovremeno se može povući paralela između vrednosti ovog indikatora za zemlje evrozone neposredno pre uvođenja evra i zemlje Istočne Evrope u posmatranom razdoblju. U zemljama evrozone disperzija je opadala od nivoa od 200 baznih poena do nivoa od 100 baznih poena tokom priprema za uvođenja evra, što je otprilike nivo na kome se kreće disperzija spreda u istočnoevropskim zemljama. Ipak, ova disperzija je iznenađujuće stabilna u celom vremenskom intervalu, izuzev akutne faze krize krajem prve dekade. Nedugo po okončanju ove faze disperzija se vraća na predašnji nivo.



Slika 75: Disperzija spreda u prinosima državnih obveznica

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka EUROSTAT-a

Opaža se da momenat ulaska u EU sedam od deset analiziranih zemalja u maju 2004. god. nije imao očekivani uticaj na kretanje disperzije, obzirom da je 2003. god. karakteristična po njenim najnižim vrednostima, pa se očekivao njen dalji pad umesto kojeg je došlo do blagog rasta. Ako se pažljivo posmatra slika 75, može se primetiti da krajem 2004. god. dolazi do privremenog povratka nivoa disperzije na nivo iz 2003. god, da bi u 2005 god. on ponovo porastao. Ovo kretanje može da se objasni uvrštavanjem Rumunije koja ima višu vrednost spreda u analizu u 2005. god, a kada bi se i dalje držala izvan analize nivo disperzije bi se spustio ispod nivoa od 100 baznih poena. Na izvestan način, kretanje disperzije je u kontrastu sa očekivanjem koje je proizvela slika 74. za period 2004-2007. god, na osnovu kojeg se naslućivao osetniji pad mere disperzije.

Ukupno kretanje disperzije spreda i njena stagnantnost u redovnim vremenima se mogu tumačiti kao dostizanje donje granice ispod koje je dalje spuštanje disperzije spreda moguće samo uz promenu u fundamentima, kao što su pristupanje evrozoni ili dostizanje održivosti javnih finansija Nemačke ili rast likvidnosti sekundarnog tržišta državnih hartija. Poređenja radi, preloman trenutak u kontrakciji spreda na grčke obveznice je nastupio u 2001. god. kada je Grčka pristupila monetarnoj uniji. Spred na

grčke obveznice se do tog trenutka takođe odupirao spuštanju na nivo koji je bio karakterističan za druge zemlje evrozone.

Slika 76. daje kvalitativno drugačiji pogled na nivo integrisanosti tržišta državnih hartija. Na njoj su prikazani ocenjeni koeficijenti nagiba iz sledeće regresione jednačine:

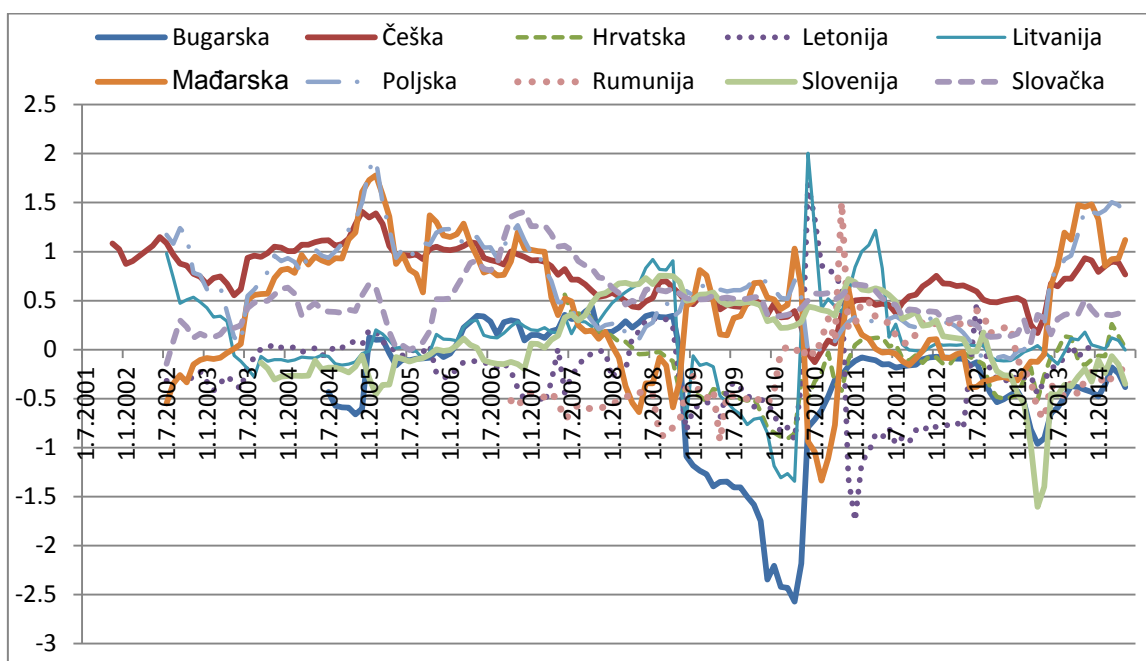
$$\Delta R_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} \Delta R_{b,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Koeficijent nagiba ($\beta_{i,t}$) se svrstava u grupu pokazatelja zasnovanih na vestima. Regresiona jednačina pokazuje da se promena u stopi prinosa desetogodišnje obveznice svake od analiziranih zemalja regresira na promenu u prinosima nemačke desetogodišnje obveznice. U idealnoj situaciji potpune integrisanosti tržišta, koeficijent nagiba bi trebalo da konvergira prema jediničnoj vrednosti. Pri takvom stanju stvari, prinosi obveznica pojedinačnih zemalja bi reagovali isključivo na zajedničke vesti, odnosno vesti koje se linearno odnose na sva razmatrana tržišta, odnosno zemlje. Teorijska pretpostavka je da se uticaj ovih vesti izražava preko promena u prinosima benčmark obveznica - nemačkih obveznica.

Kako bi se u vremenu mogla pratiti promena koeficijenta nagiba, koji je indikator višeg ili nižeg nivoa integrisanosti, regresiona jednačina se prvo ocenjuje za prvih 18 mesečnih podataka, da bi se u narednoj iteraciji izbacio prvi mesečni podatak i umesto njega dodao novi mesečni podatak - koji je po redosledu u vremenskoj seriji 19 mesečni podatak. Fiksiran vremenski prozor od 18 meseci se u narednim iteracijama pomera za po jedan mesec sve dok se ne dođe do poslednjeg mesečnog podatka u vremenskoj seriji, kada se utvrđuje poslednji ocenjeni koeficijent nagiba.

Iz slike 76. proishodi da je ocenjeni koeficijent nagiba u proseku najbliži jedinici kod Češke i Poljske, dok se u određenim intervalima jediničnoj vrednosti približava i ocenjeni koeficijent kod Mađarske. Zajedničko obeležje ovih zemalja je što od svih analiziranih zemalja poseduju najlikvidnija i najveća tržišta državnih hartija. Ova likvidnost podrazumeva manju docnju u korekciji prinosa na obveznice u odnosu na druga lokalna tržišta državnih obveznica, obzirom da veća učestalost trgovine hartijama

podrazumeva češću reevaluaciju njihove cene i prinosa u skladu sa trenutnim stanjem na finansijskom tržištu. Međutim, kod ostalih zemalja vrednost koeficijenta nagiba je u proseku prilično daleko od jedinične vrednosti. Takođe, što je vrednost koeficijenta bliža nuli to je reakcija prinosa na državne obveznice na zajedničke vesti slabija. Iz toga proizlazi da promena prinosa nemačkih obveznica ne determiniše značajno promenu prinosa lokalnih državnih obveznica, odnosno da ona sledi neku svoju jedinstvenu putanju koja ima malo dodirnih tačaka sa kretanjem prinosa nemačkih obveznica.



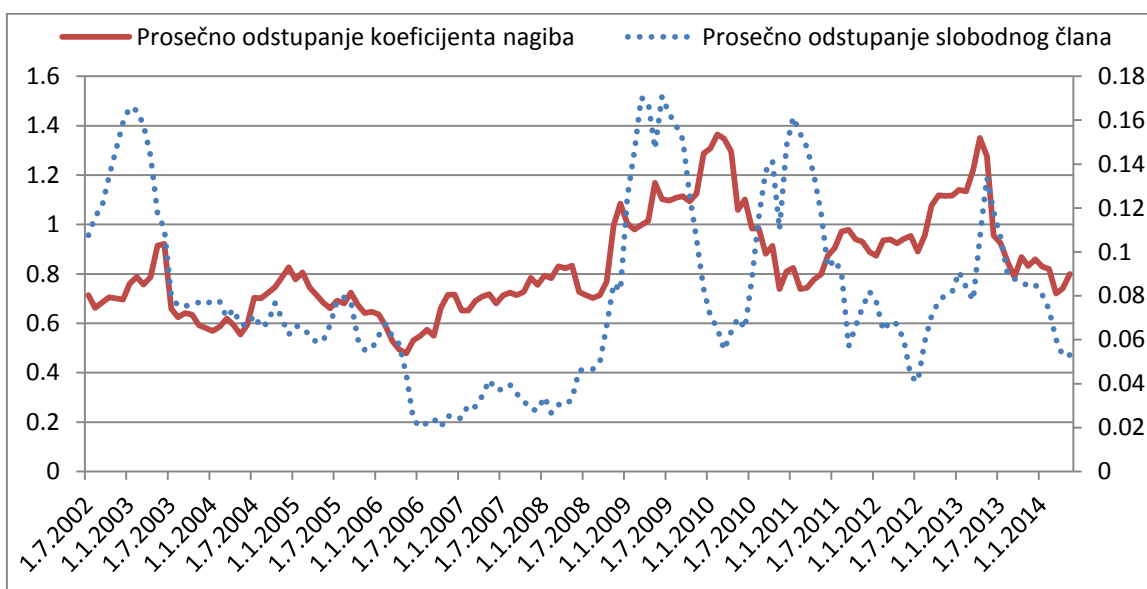
Slika 76: Beta koeficijent državnih obveznica zemalja Istočne Evrope

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka EUROSTAT-a

Poseban slučaj je negativna vrednost nagiba. Ona ukazuje na divergentno kretanje prinosa na obveznice pojedinačnih zemalja i prinosa na nemačke obveznice. Ovaj slučaj je najmarkantnije izražen kod Bugarske u periodu 2009-2010. god. On se najčešće opaža kada je pad prinosa nemačke obveznice praćen rastom prinosa na obveznice određene zemlje. U navedenom vremenskom razmaku negativnu vrednost koeficijenta beleže još Letonija, Litvanija, Rumunija i Hrvatska. Ovde treba praviti razliku između zemalja koje su do 2009. god. imale pozitivnu vrednost nagiba i onih koje su i pre tog trenutka imale negativnu vrednost nagiba, kao što su Rumunija i Letonija. Prelazak koeficijenta iz pozitivne u negativnu zonu kod Bugarske, Litvanije i Hrvatske je

najverovatnije izazvan ponašanjem investitora koje se može podvesti pod fenomen pomame za sigurnošću, a koji je već obrazložen u radu.

Zaključci koji se izводе o nivou integrisanosti pojedinačnih tržišta državnih obveznica na osnovu ovog indikatora integracije su jednim delom kontradiktorni zaključcima izvedenim na bazi spreda u prinosima. Mađarski slučaj se posebno ističe. Prema pokazatelju spreda u prinosima nivo integrisanosti mađarskog tržišta državnih hartija sa tržištem evrozone je nizak, dok se prema vrednosti koeficijenta nagiba ono može oceniti kao jedno od najintegrisanijih. Ovo rezonovanje se može jednako primeniti i na Poljsku.



Slika 77: Prosečno odstupanje beta koeficijenta i odsečka regresije državnih obveznica zemalja Istočne Evrope

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka EUROSTAT-a

Slika 77. daje pregled kretanja prosečnog odstupanja koeficijenta nagiba (leva skala) i slobodnog člana (desna skala) od njihove teorijski idealne vrednosti⁴⁰⁸, koja implicira potpunu integraciju, na nivou svih razmatranih zemalja. Kao što je slika 75. sumirala nivo intergrisanosti tržišta državnih hartija istočnoevropskih zemalja sa tržištem evrozone za pokazatelj spreda u prinosima, tako identičnu ocenu prema pokazatelju zasnovanom na vestima daje slika 77.

⁴⁰⁸ Teorijski idealna vrednost slobodnog člana je nula.

Pod pretpostavkom da su ocenjeni koeficijenti nagiba svih zemalja jednaki teorijski idealnoj vrednosti prosečno odstupanje će biti ravno nuli. Što je prosečno odstupanje veće, nivo integrisanosti tržišta državnih hartija istočnoevropskih zemalja će biti niži. Kretanje prosečnog odstupanja koeficijenta nagiba ispoljava određene sličnosti sa kretanjem disperzije spreda u prinosima. Do 2008. god. upečatljiva je njegova stagnantnost, jer njegova vrednost oscilira uglavnom između 0,8 i 0,6, a u proseku ona iznosi 0,7. Međutim za razliku od disperzije spreda u prinosima, koja dostiže jedan vrhunac posle rasta koji počinje u 2008. god, kod prosečnog odstupanja koeficijenta nagiba primećuju se dva vrhunca. Prvi od njih se opaža početkom 2010. god, a drugi u prvom kvartalu 2013. god. Pažnju privlači podudarno kretanje prosečnog odstupanja tokom ova dva vrhunca, jer u oba slučaja njegov nivo se penje na 1,4; da bi se u postkulminacionoj fazi on spuštao do nivoa od oko 0,8.

U zemljama evrozone prosečno odstupanje koeficijenta nagiba se sa nivoa od nešto preko 1 u 1997. god. spušta na ispod 0,2 u 2000. god, da bi se ustalilo na nivou ispod 0,1 u periodu pre krize. Poređenjem ovih vrednosti sa vrednostima prosečnog odstupanja u istočnoevropskim zemljama na videlo izlazi duboki jaz koji ove zemlje moraju da premoste kako bi se potpunije integrisale u tržište državnih hartija evrozone.

Ocena razvoja prosečnog odstupanja odsečka u razmatranim zemljama je povoljnija nego kod koeficijenta nagiba. Prosečno odstupanje je relativno nisko, a ispoljavalo je i jasniju tendenciju pada u pretkriznom periodu nego što je to bio slučaj kod koeficijenta nagiba, spuštajući se na nivo od svega 0,02. Pored toga, njegova vrednost koja je u normalnim okolnostima bila viša od uporedive vrednosti zemalja evrozone, je u periodu krize pala ispod nje.

Poslednji koristan indikator koji se može izvesti iz regresione jednačine je racio varijanse koji se dobija iz sledećeg izraza:

$$VR_{i,t} = \frac{\beta_{i,t}^2 Var(\Delta R_{b,t})}{Var(\Delta R_{i,t})}$$

On pokazuje koliki procenat varijacija u promeni prinosa desetogodišnje obveznice svake od analiziranih zemalja se može pripisati promeni u prinosima nemačke desetogodišnje obveznice. Ovaj racio se izvodi na isti način na koji je ocenjena sama regresiona jednačina - na osnovu iterativnih ocena jednačine za fiksiran vremenski prozor od 18 meseci. Iz toga proizlazi da ovaj indikator iz modela ima mesečnu frekvenciju.

Maksimalna vrednost racia varijanse je jedan, odnosno 100%, a ona se dobija kada ocenjeni koeficijent nagiba uzima vrednost jedan, pri čemu varijanse promena u prinosima obveznica svake od analiziranih zemalja i nemačkih obveznica moraju biti jednake. Najvećim delom, racio varijanse je determinisan vrednošću ocenjenog koeficijenta nagiba. Što je on bliži jedinici, veća je i vrednost racia varijanse i obrnuto. U tabeli 39. dat je prikaz prosečnih godišnjih vrednosti racia varijanse za sve zemlje.

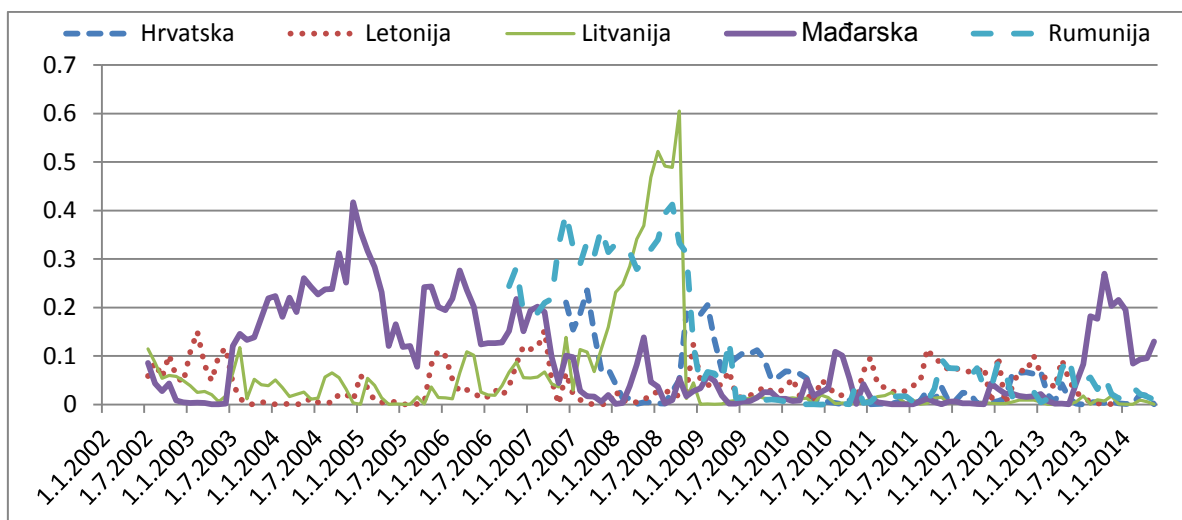
Tabela 39: Prosečne godišnje vrednosti racia varijanse državnih obveznica

	BUG	ČEŠ	HRV	LET	LIT	MAĐ	POLJ	RUM	SLO	SK
2000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2001	-	0.22	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	-	0.36	-	0.07	0.07	0.04	0.13	-	-	0.02
2003	-	0.55	-	0.06	0.04	0.08	0.15	-	0.01	0.07
2004	0.18	0.74	-	0.01	0.03	0.25	0.44	-	0.02	0.25
2005	0.01	0.47	-	0.03	0.01	0.21	0.39	-	0.03	0.06
2006	0.04	0.61	-	0.05	0.05	0.18	0.41	0.24	0.05	0.28
2007	0.04	0.55	0.15	0.04	0.08	0.08	0.20	0.29	0.15	0.26
2008	0.08	0.43	0.04	0.03	0.34	0.04	0.18	0.31	0.57	0.56
2009	0.33	0.17	0.11	0.03	0.01	0.02	0.25	0.04	0.39	0.55
2010	0.24	0.03	0.03	0.03	0.01	0.04	0.08	0.00	0.18	0.30
2011	0.06	0.21	0.01	0.06	0.01	0.00	0.13	0.03	0.38	0.47
2012	0.13	0.24	0.03	0.06	0.00	0.02	0.08	0.05	0.01	0.08
2013	0.15	0.18	0.01	0.03	0.01	0.10	0.20	0.04	0.03	0.03
2014	0.07	0.45	0.01	-	0.00	0.12	0.50	0.02	0.00	0.02

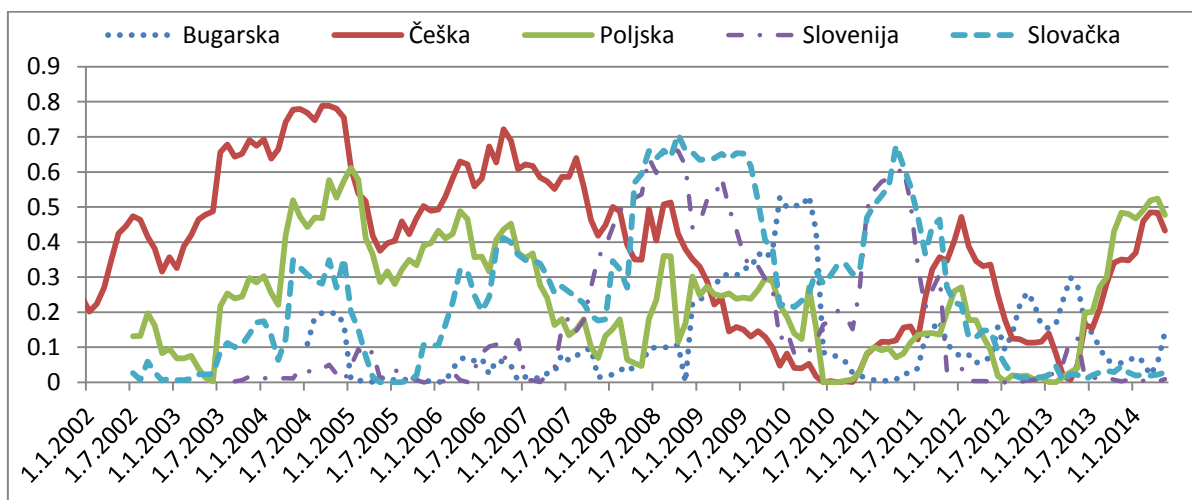
Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka EUROSTAT-a

Pored toga, na slici 78. prikazana je puna mesečna dinamika kretanja racia varijanse. Na slici 78, zbog jasnije vizuelne interpretacije, zemlje su podeljene u dve grupe. Slika 78a. obuhvata pet zemalja sa nižom vrednošću racia varijanse od proseka, a slika 78b. pet zemalja sa iznadprosečnom vrednošću racia varijanse. Češka se opet izdvaja kao

pozitivan primer. Pored nje, jedino su još Slovačka i Slovenija uspele da u određenom intervalu postignu vrednost racija koja prelazi 60%. Poljska je to uspevala da postigne samo u jednom mesecu, kao i Litvanija koja inače pripada prvoj grupi zemalja i čija vrednost racija varijanse se inače kreće ispod 10%, a u poslednjih 6 godina blizu 0%.



(a)



(b)

Slika 78: Mesečna dinamika kretanja racija varijanse državnih obveznica

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka EUROSTAT-a

Mađarska je razočarenje, kao jedno veliko i likvidno tržište, u pogledu vrednosti racija varijanse, jer obećavajućih oko 20% pre krize ona ne uspeva da dostigne već duži niz godina. Takođe, Slovačka i Slovenija u poslednjim godinama podbacuju u odnosu na rezultate koje su postizale pre krize. Time se pridružuju zemljama kao što su Letonija,

Hrvatska i Rumunija u kojima prinosi na državne obveznice jesu mahom izolovani od uticaja promene prinosa nemačkih obveznica. Izvestan napredak primećuje se kod Bugarske koja je prešla put od sasvim izolovanog tržišta do tržišta koje u rastućem stepenu reaguje na promenu prinosa nemačkih obveznica.

U zemljama evrozone, racio varijanse je varirao u veoma širokom rasponu pre uvođenja evra. Najnižu vrednost je uzimao u Grčkoj i Portugalu, a niska vrednost je opažena još u Italiji i Finskoj. Međutim, već u 2000. god. sva racia varijanse, sem u Grčkoj, prelaze nivo od 90%. Iznad ove granice, po vrednosti racia varijanse, do krize ostaju sve zemlje sem Portugala i Irske koje su je kratkotrajno probile u različitim godinama, ali se isto tako i uspešno povratile na početni nivo. Iz ovoga proishodi da je, u proseku, svega 5% varijacija prinosa državnih desetogodišnjih obveznica zemalja evrozone ostalo neobjašnjeno, jer je čak 95% varijacija bilo spregnuto sa promenama u prinosima nemačkih obveznica.

4.2. Integracija tržišta bankarskih usluga

Integracija tržišta bankarskih usluga je najdinamičnija komponenta procesa finansijske integracije u Istočnoj Evropi. Analogno, reformisanje i restrukturiranje bankarskog sektora je najdinamičnija komponenta razvoja finansijskog sektora u tranzicionim zemljama. Velika kolekcija radova se bavila bankarskim sistemima Istočne Evrope. U početku ovi radovi su imali savetodavan karakter, u smislu davanja smernica za najpovoljniji način organizovanja i uređenja efikasnog bankarskog sektora, da bi se vremenom težište prenelo na ispitivanje performansi tih bankarskih sistema i njihovih ključnih determinanti.

Pre nego što se pažnja usredsredi na pokazatelje integracije tržišta bankarskih usluga, korisno je izneti nekoliko fakata koji daju skicu stanja i skorašnjeg razvoja bankarskih sistema. Početkom 1990-ih, kao perioda u kome se komercijalno bankarstvo na tržišnim osnovama počinje razvijati, opšti nivo finansijskog razvoja je bio veoma nizak. Tabela 40. daje prikaz kretanja obima kredita odobrenih privatnom sektoru izraženom kao udeo u bruto domaćem proizvodu. Zajedničko za određeni broj zemalja početkom 2000-ih je što su njihovi bankarski sistemi već bili prošli kroz prvu krizu tržišnog bankarskog

sistema, najčešće kao rezultat davanja dozvola za rad bankama čiji osnivači nisu bili daroviti kompetencijom i etikom u poslovanju. Među te zemlje spadaju Bosna i Hercegovina, Češka, Slovačka, ali i Srbija. Manji udeo kredita odobrenih privatnom sektoru u 2001. i 2003. god. u odnosu na 2000. god. je indikator čišćenja bilansa i gašenja banaka u ovim zemljama što depresira vrednost udela. Veliki uspon ovih bankarskih sistema počinje od 2003. god. kada u svim zemljama simultano raste dotični udeo. Snažan rast kvatuma kredita, u apsolutnom i relativnom izrazu, traje sve do 2009. god, nakon koje nastupa period stagnacije. U baltičkim zemljama dolazi do oštrog pada udela i ispoljavanja fenomena kreditnog kraha. Uporedno gledano, svi ovi bankarski sistemi još nisu dostigli nivo udela koji karakteriše evrozonu i EU, kod kojih ovaj udeo danas iznosi 128,47% i 132,41%, respektivno. Ipak, ekspanzija bankarskih sistema u 2000-im je impresivna. U svim zemljama posmatrani udeo je mnogostruko uvećan.

Tabela 40: Udeo kredita odobrenih privatnom sektoru u BDP-u

	2000	2001	2003	2005	2007	2009	2010	2011	2012
Albanija	4.67%	5.95%	7.67%	14.87%	29.96%	36.92%	37.51%	39.46%	38.98%
BiH	37.37%	26.15%	34.72%	43.14%	61.76%	66.07%	63.32%	61.95%	63.17%
Bugarska	12.27%	14.66%	26.49%	41.03%	62.78%	75.50%	74.14%	72.05%	71.40%
Hrvatska	32.04%	36.30%	45.76%	52.57%	62.28%	67.18%	69.33%	71.10%	68.34%
Češka	47.25%	39.09%	30.48%	35.39%	46.28%	52.02%	53.10%	55.63%	56.68%
Estonija	36.14%	39.03%	50.65%	69.71%	91.33%	106.38%	98.10%	83.34%	77.36%
Mađarska	32.46%	33.28%	42.71%	51.25%	62.57%	69.51%	69.37%	66.21%	56.75%
Letonija	19.24%	26.29%	40.23%	68.16%	88.67%	104.56%	99.29%	82.02%	67.63%
Litvanija	13.18%	13.53%	22.78%	40.92%	59.99%	70.11%	63.91%	53.50%	50.99%
Makedonija	17.83%	17.60%	18.26%	24.39%	35.72%	43.87%	44.55%	45.28%	47.75%
Crna Gora	-	-	11.29%	17.95%	80.26%	76.54%	66.93%	55.82%	55.63%
Poljska	26.58%	27.27%	28.07%	28.94%	39.44%	50.39%	51.91%	54.82%	53.74%
Rumunija	7.12%	8.61%	13.74%	19.91%	34.79%	46.15%	45.26%	44.50%	44.97%
Srbija	49.14%	33.80%	19.27%	28.98%	35.25%	45.05%	53.22%	50.51%	52.99%
Slovačka	51.06%	37.23%	31.85%	35.12%	42.42%	-	-	-	-
Slovenija	35.75%	37.93%	41.28%	56.34%	78.78%	92.88%	94.38%	90.07%	87.42%
Evrozona	97.74%	99.33%	101.76%	109.28%	121.41%	133.77%	133.72%	131.60%	128.47%
EU	99.19%	102.61%	105.92%	114.35%	128.75%	140.76%	139.38%	135.41%	132.41%

Izvor: World Bank Database

U ovoj ekspanziji važnu ulogu su odigrale zapadnoevropske međunarodne bankarske grupacije koje su masovno penetrirale tržišta istočnoevropskih zemalja. Time je realizovan jedan kanal integracije istočnoevropskih bankarskih tržišta sa

zapadnoevropskim. Tabela 41. prikazuje sa kolikom bankarskom aktivom, u odnosu na ukupnu nacionalnu bankarsku aktivu, raspolažu banke koje su u stranom vlasništvu. Do 2000. god. visoko inostrano penetrirani bili su bankarski sektori u Estoniji, Letoniji i Mađarskoj, a na sličnom putu bile su još Rumunija, Bugarska i Mađarska. Već u 2001. god. svi bankarski sektori sem srpskog, slovenačkog i albanskog bili su pod kontrolom supsidijara stranih banaka. Ovom talasu tokom godina odolela je jedino Slovenija dok u svim drugim zemljama supsidijari uglavnom raspolažu sa preko 80% ukupne bankarske aktive. Kao glavni reprezentanti banaka sa domaćim kapitalom po pravilu se pojavljuju državne banke, uvršćujući u njih i poštanske štedionice, dok je udeo domaćih banaka sa privatnim kapitalom beznačajan.

Tabela 41: Udeo banaka u većinskom stranom vlasništvu u ukupnoj aktivni bankarskog sektora u zemljama Istočne Evrope

	1994	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2009	2011
Srbija	0.1%	0.6%	0.4%	13.2%	38.4%	66.0%	75.5%	74.3%	74.5%
Makedonija		11.8%	11.5%	51.1%	47.0%	51.3%	85.9%	93.3%	92.4%
BiH		4.2%	3.8%	65.3%	79.7%	90.9%	93.8%	94.5%	
Crna Gora					23.5%	87.7%	78.7%	87.1%	89.7%
Rumunija		11.5%	43.6%	51.4%	54.8%	59.2%	87.3%	84.3%	81.8%
Bugarska			42.8%	72.7%	82.7%	74.5%	82.3%	84.0%	76.5%
Hrvatska	0.1%	3.0%	40.3%	89.3%	91.0%	91.3%	90.4%	90.9%	90.6%
Slovenija	3.9%	5.4%	4.9%	15.2%	18.9%	22.6%	28.8%	29.5%	29.3%
Mađarska	13.3%	61.3%	61.5%	66.5%	83.5%	82.6%	0.0%	0.0%	85.8%
Češka	11.2%	23.3%	38.4%	89.1%	86.3%	84.4%	84.8%		
Slovačka		19.3%	24.1%	78.3%	96.3%	97.3%	99.0%	91.6%	91.5%
Poljska	3.4%	16.0%	49.3%	72.2%	71.5%	74.3%	75.5%	72.3%	69.2%
Litvanija		40.6%	37.1%	78.2%	95.6%	91.7%	91.7%	91.5%	
Letonija		70.6%	74.0%	65.2%	53.0%	57.9%	63.8%	69.3%	65.0%
Estonija	0.3%	28.8%	89.8%	97.6%	97.5%	99.4%	98.8%	98.3%	94.0%
Albanija			18.9%	40.8%	47.1%	92.3%	94.2%	92.4%	90.3%

Izvor: EBRD

Izvedeni predmet interesovanja može biti poreklo banaka koje vrše penetraciju istočnoevropskih tržišta. Ovde se može govoriti o sferama interesovanja određenih zemalja za određenim bankarskim sistemima. Nacionalne statistike uglavnom ne daju precizne podatke o tome koliki je tržišni udeo banaka prema kriterijumu zemlje porekla njihovog kapitala. Ipak, do ove informacije se može doći neposredno ako se koristi

statistika Banke za međunarodna poravnanja sa sedištem u Bazelu (*Bank for International Settlements*). Ova banka raspolaže sa korisnim bankarskim statistikama, a jedna od njih daje pregled prekograničnih potraživanja svih banaka lociranih u razvijenim zemljama prema drugim zemljama. Na osnovu ove statistike konstruisana je tabela 42. Tabela ima dva odeljka. U prvom odeljku se nalaze Austrija, Italija i Francuska. Podatak iz 2008. god. za Austriju, kada se radi o Srbiji, pokazuje da od ukupnih prekograničnih kreditnih obaveza srpskih banaka i preduzeća prema evropskim banakama na banke iz Austrije odlazi 25,91%. U istoj godini obaveze prema italijanskim, francuskim i grčkim banakama su iznosile 20,66%, 9,05% i 21,54%, respektivno. Ovi procenti govore o skoro ravnomernoj raspodeli ovih obaveza između tri zemlje, što je povoljan slučaj. U tabeli 42. mogu da se izdvoje i nepovoljniji slučajevi, sa stanovišta veće koncentracije koja je nepoželjna u slučaju zbivanja štetnih ekonomskih događaja, kao što su Estonija, Letonija i Litvanija čijim bankarskim sistemima suvereno dominiraju švedski supsidijari. U nešto povoljnijoj situaciji su Bosna i Hercegovina i Crna Gora u čijim bankarskim sistemima vodeću ulogu imaju austrijski supsidijari, jer nešto više od polovine njihovih inostranih kreditnih obaveza čine obaveze prema austrijskim bankama.

Tabela 42: Struktura inostrane kreditne zaduženosti banaka i preduzeća iz zemalja Istočne Evrope prema zemlji porekla izvora finansiranja

	Austrija			Italija			Francuska		
	2008	2011	2013	2008	2011	2013	2008	2011	2013
Albanija	46.88%	na	na	5.90%	16.95%	17.88%	13.01%	12.09%	13.83%
BiH	36.19%	63.54%	56.66%	31.88%	34.05%	na	0.10%	0.37%	0.53%
Bugarska	13.55%	15.79%	14.50%	19.81%	24.92%	28.99%	9.36%	11.42%	13.17%
Hrvatska	29.71%	45.06%	42.46%	37.83%	41.89%	44.93%	7.47%	7.40%	7.51%
Češka	33.87%	36.11%	33.44%	8.01%	9.26%	10.29%	18.59%	18.91%	20.09%
Estonija	0.83%	0.42%	0.32%	1.37%	2.25%	0.87%	0.50%	0.20%	0.04%
Mađarska	26.03%	31.36%	29.72%	19.04%	20.33%	24.61%	7.46%	5.54%	3.84%
Letonija	1.24%	1.08%	0.82%	2.95%	4.04%	3.13%	0.81%	0.08%	0.26%
Litvanija	0.71%	0.90%	0.89%	2.07%	2.03%	na	1.31%	0.32%	0.34%
Makedonija	12.31%	12.14%	12.41%	0.96%	6.77%	0.59%	na	na	na
Crna Gora	3.81%	60.52%	52.81%	62.47%	0.10%	na	0.78%	na	na
Poljska	6.17%	5.97%	7.97%	16.44%	16.34%	17.69%	7.45%	8.73%	8.71%
Rumunija	36.32%	36.10%	34.35%	11.12%	13.00%	14.89%	13.61%	17.01%	18.52%
Srbija	25.91%	29.16%	23.78%	20.66%	30.69%	31.40%	9.05%	13.51%	18.16%
Slovačka	42.72%	46.38%	45.80%	24.55%	27.18%	28.07%	6.36%	4.34%	4.28%
Slovenija	25.04%	44.54%	43.13%	19.76%	23.36%	26.82%	7.48%	15.07%	16.10%

	Nemačka			Grčka			Švedska		
	2008	2011	2013	2008	2011	2013	2008	2011	2013
Albanija	0.81%	0.73%	1.19%	32.21%	28.63%	30.67%	0.00%	0.00%	0.00%
BiH	30.19%	1.26%	0.49%	0.00%	0.00%	0.00%	0.09%	0.04%	0.03%
Bugarska	7.07%	3.33%	1.88%	26.13%	36.66%	34.94%	0.04%	0.03%	0.07%
Hrvatska	21.56%	3.63%	2.79%	0.23%	0.22%	0.25%	0.03%	0.01%	0.03%
Češka	7.10%	5.09%	5.24%	0.00%	0.00%	0.00%	0.06%	0.04%	0.05%
Estonija	3.55%	2.39%	2.04%	0.00%	0.02%	0.00%	90.66%	88.84%	90.72%
Mađarska	23.72%	21.22%	20.16%	0.08%	0.13%	0.17%	0.22%	0.24%	0.06%
Letonija	13.42%	4.91%	2.87%	0.09%	0.00%	0.00%	63.74%	70.20%	74.62%
Litvanija	9.40%	4.69%	2.76%	0.00%	0.07%	0.00%	66.62%	72.90%	73.38%
Makedonija	8.96%	6.56%	12.28%	73.12%	50.90%	52.25%	0.00%	0.00%	0.00%
Crna Gora	31.72%	6.02%	5.49%	0.00%	1.05%	1.86%	0.00%	0.00%	0.00%
Poljska	21.14%	24.26%	21.55%	0.01%	3.11%	0.14%	3.04%	4.39%	4.30%
Rumunija	3.66%	3.54%	2.55%	17.17%	18.33%	17.76%	0.07%	0.02%	0.01%
Srbija	13.42%	1.93%	1.90%	21.54%	23.36%	22.86%	0.01%	0.17%	0.16%
Slovačka	4.44%	5.59%	5.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.70%	0.26%	0.10%
Slovenija	33.48%	10.70%	11.23%	0.08%	0.00%	0.03%	0.01%	0.01%	0.02%

Izvor: Kalkulacija autora na osnovu podataka Bank for International Settlements

Ovi podaci pomažu utvrđivanju sfera interesovanja i jačine uticaja razvijenih evropskih zemalja. Važno je ipak istaći da procenti u tabeli ne izražavaju tržišna učešća banaka iz pojedinačnih zemalja, već udeo finansijskih resursa, koji su iz neke od razvijenih zemalja usmereni u neku od istočnoevropskih zemalja, u ukupnim finansijskim resursima koji su se slili u pojedinačnu zemlju. Ovi udeli su pak visoko korelisani sa tržišnim učešćima, jer se priliv kapitala iz matice primarno koristi za širenje kreditne aktivnosti. Dodatni argument tome je praćenje odnosa ukupnih kredita prema ukupnim depozitima (*loan to deposit ratio*) u istočnoevropskim zemljama koji je veći od jedan, iz čega proističe da u ovim zemljama kreditna aktivnost prevazilazi domaće depozitne izvore finansiranja. Ovaj jaz očito omogućava izdašna podrška banaka matica.

Podaci iz tabele 42. sugerišu da geografska distanca i istorijsko nasleđe čine dva vodeća faktora koja oblikuju pravac međunarodne ekspanzije zapadnoevropskih banaka. Skandinavske bankarske grupacije, kao što su Nordea i Swedbank, su kao jedine targete odabrale baltičke zemlje, a sem skromnog potraživanja prema Poljskoj nemaju skoro nikakvu izloženost prema drugim istočnoevropskim zemljama. Grčke banke se ponašaju slično kao i švedske, s tim da je nivo njihovih aspiracija nešto viši, ali ograničen na

Balkansko poluostrvo. One imaju najveću izloženost u zemljama sa kojima se neposredno graniče, a u drugoj liniji aspiracija nalaze se Srbija i Rumunija. Francuske banke su prisutne u zemljama Istočne Evrope, najviše u Češkoj, ali ni na jednom tržištu one ne vode glavnu ulogu. Zato se među svim zemljama posebno izdvajaju Austrija i Italija koje su tradicionalnim ekonomskim i istorijskim vezama čvrsto spojene sa Istočnom Evropom. Austrija nema takvih veza sa baltičkim zemljama, pa u njima nije razvila poslovanje, dok je poljsko tržište suviše krupno i privlačno drugim moćnim zemljama, kao što je Nemačka, pa se na njemu ne ističu previše austrijske banke. Za razliku od tih zemalja u svim drugim zemljama austrijske banke imaju jake pozicije.

Belgija je zemlja koja nije predstavljena u tabeli 42, ali prekogranične aktivnosti njenih banaka su vredne isticanja. Razlog tome je njihova solidna izloženost prema tri istočnoevropske zemlje - Češkoj, Mađarskoj i Slovačkoj. Njihova najjača pozicija je u Češkoj obzirom da one stabilno stoje iza oko jedne četvrtine svih prekograničnih obaveza čeških finansijskih i privrednih subjekata.

Najveći deo nadoknađivanja zaostajanja istočnoevropskih zemalja, u smislu finansijskog razvoja, izneo je bankarski sektor. Ako se ima u vidu da su banke institucije koje su postojale u tranzicionim zemljama pre početka tranzicionog perioda, to je logičan ishod. U nastavku tačke će biti razmotreni posebnim modelom izvedeni indikatori finansijske integracije za bankarski sektor.

Metodologija čija primena je razmatrana u tački 3.4.5.3. rada se koristi i prilikom ocene nivoa integracije tržišta bankarskih usluga istočnoevropskih zemalja sa bankarskim tržištem evrozone. Pokazatelj koji se obračunava je beta konvergencija. Ona se dobija ocenom sledeće jednačine:

$$\Delta Spr_{i,t} = \alpha_i + \beta Spr_{i,t-1} + \sum_{l=1}^L \Delta Spr_{i,t-l} + \varepsilon_{i,t}$$

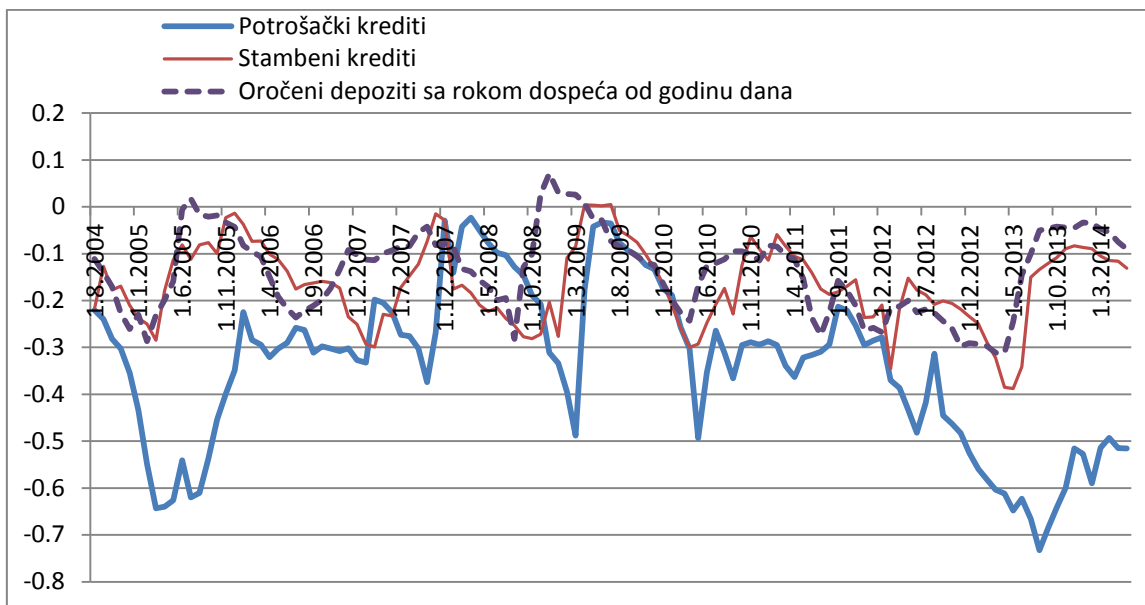
Forma jednačine asocira na testove za ispitivanje stacionarnosti vremenskih serija. Ispitivanje postojanja jediničnog korena u seriji se najčešće sprovodi preko Diki-

Fulerovog testa (*Dickey-Fuller test*). Varijanta Diki-Fulerovog testa koja uključuje konstantu, ali bez vremenskog trenda, se podudara po svojoj formi sa jednačinom beta konvergencije. Zavisna promenljiva sa docnjom ($\Delta Spr_{i,t-l}$) koja egzistira u jednačini se dodaje sa identičnim obrazloženjem kao i kod Diki-Fulerovog testa - kako bi se neutralisala moguća autokorelisanost greške modela. Prema terminologiji analize vremenskih serija ovaj model predstavlja prošireni Diki-Fulerov test.

Ključni parametar u jednačini je koeficijent uz nezavisnu promenljivu - nivo spreda sa jednom docnjom ($Spr_{i,t-1}$). On upućuje na brzinu konvergencije. Ukoliko je njegova vrednost jednaka nuli, onda je šok⁴⁰⁹ koji se realizovao u prethodnom periodu i zahvaljujući kome je došlo do nastanka ili rasta spreda permanentan. Iz toga proističe da je prisutan jedinični koren, odnosno da se smatra da je vrednost autokorelacionog koeficijenta jednaka jedinici. U takvim uslovima nema konvergencije. Ukoliko je vrednost beta koeficijenta negativna, konvergencija je na snazi.

Na slikama 79. i 80. prezentovani su dobijeni rezultati. Postupak sproveden u tački 3.4.5.3. rada je i u ovom slučaju dosledno sproveden. Njegov ishod je vremenska serija beta koeficijenata koja počinje sa avgustom 2004. god. i okončava se sa junom 2014. god, pri čemu su korišćeni podaci u intervalu 01.2003-06.2014. god. Obzirom da se postupak zasniva na pokretnoj regresiji (*roll over regression*) u kojoj se koriste prvih 18 mesečnih podataka o kamatnim stopama da bi se izvela prva ocena modela, kao i da u specifikaciji modela figuriraju varijable sa docnjom (spred u prethodnom periodu i promena spreda u prethodnom periodu), prvi ocenjeni beta koeficijent se dobija za avgust 2004. god. na osnovu podataka za period 03.2003-08.2004. god. To je prvi interval u kome su raspoloživi podaci o svim varijablama modela. Ocenjivanje modela se iterativno ponavlja sve do poslednjeg vremenskog intervala 01.2013-06.2014. god. na osnovu kojeg se dolazi do ocene beta koeficijenta za jun 2014. god.

⁴⁰⁹ U terminologiji analize vremenskih serija slučajna greška modela se često naziva šokom (*shocks*) ili inovacijom (*innovations*).



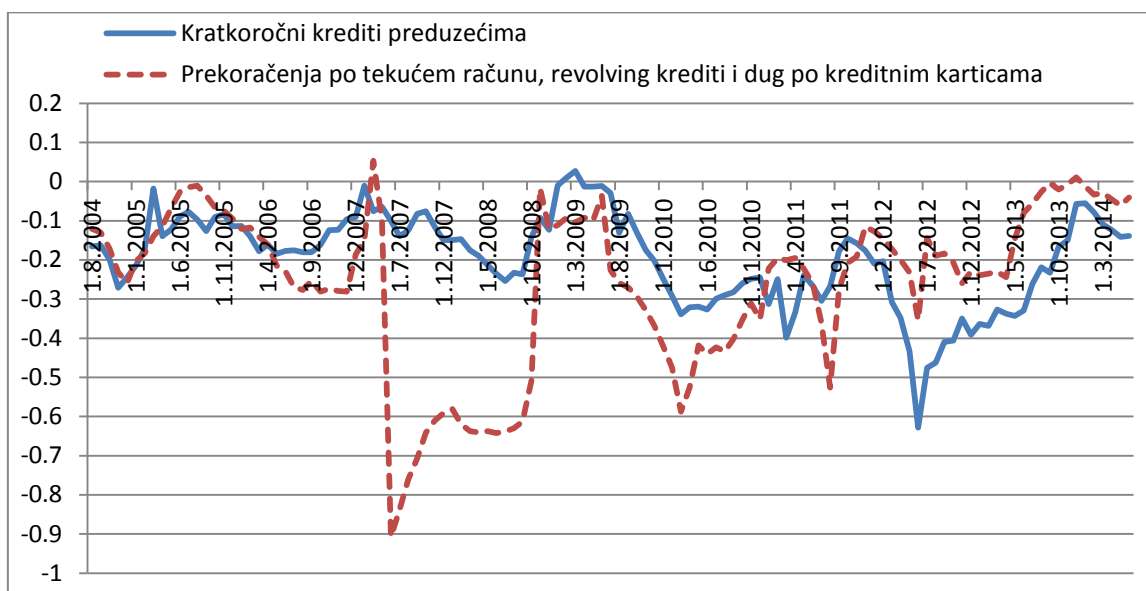
Slika 79: Mesečna dinamika brzine konvergencije kamatnih stopa na kredite i depozite stanovništva u zemljama Istočne Evrope

Izvor: Kalkulacija autota na osnovu podataka nacionalnih centralnih banaka

Za razliku od prezentacije rezultata u tački 3.4.5.3. rada gde su na istoj slici bili prikazani beta koeficijenti za kamatne stope na plasmane stanovništvu i nefinansijskim preduzećima, oni su ovde prikazani odvojeno. Pored toga, obuhvat vrsta kredita u analizi je proširen. Pored stambenih kredita kod sektora stanovništva se ispituje i konvergencija stopa na potrošačke kredite. Kako bi pokriće kamatnih stopa banaka bilo kompletno u analizu su uvedene i pasivne kamatne stope - oročeni depoziti stanovništva sa rokom dospeća do godinu dana. Kod sektora privrede se pored kretanja kamata na kratkoročne kredite prati i konvergencija kamata na prekoračenja po tekućem računu, revolving kredite i dugove po poslovnim kreditnim karticama.

Zahvaljujući dostupnosti podataka o kamatnim stopama banaka u analizu je uključeno 15 zemalja. Veliki broj uključenih zemalja u analizu doprinosi utemeljenosti i pouzdanosti dobijenih rezultata. Ipak, korišćenje većeg broja zemalja u analizi otvara problem raspoloživosti podataka o kamatnim stopama za ceo razmatrani period koji se proteže na nešto preko 11 godina. Raspoloživost podataka varira ne samo po zemljama, nego i kod pojedinačnih zemalja u zavisnosti od vrste kredita koji je predmet analize. Za

zemlje kao što su Slovenija, Hrvatska, Bugarska i Mađarska podaci su raspoloživi već od januara 2003. god, dok za neke zemlje EU podaci postaju raspoloživi od januara 2004. god. - Češka, Slovačka i Letonija ili u toku iste godine - Litvanija. Poljska i Estonija ulaze u analizu od 2005. god, a podaci za Rumuniju su raspoloživi tek od 2007. god. Podaci za našu zemlju su raspoloživi od početka 2005. god, što je izvesno kašnjenje u odnosu na Bosnu i Hercegovinu kod koje od kraja 2004. god. podaci postoje, ali malo prethodi u odnosu na prve raspoložive podatke za Makedoniju od decembra iste godine. Najnepovoljnije stanje statistike kamatnih stopa je kod Crne Gore kod koje upotrebljiva statistika počinje tek sa decembrom 2011. god, sa izuzetkom podataka o pasivnim kamatnim stopama koji su dostupni od 2007. god. Raspoloživost podataka o kamatnim stopama je imala uticaja na izbor vremenskog okvira analize.



Slika 80: Mesečna dinamika brzine konvergencije kamatnih stopa na kredite preduzećima u zemljama Istočne Evrope

Izvor: Kalkulacija autota na osnovu podataka nacionalnih centralnih banaka

Obzirom na veliku evroiziranost privreda istočnoevropskih zemalja, otvorilo se pitanje - kamatne stope na koje plasmane se mogu smatrati reprezentativnim? U načelu, izdvajaju se tri podtipa kredita kod svake analizirane vrste kredita prema kriterijumu valute koja se koristi u obračunu kredita. Prvi podtip su krediti plasirani u nacionalnoj

valuti bez valutne klauzule, drugi krediti plasirani u nacionalnoj valuti ali sa valutnom klauzulom i treći tip devizni krediti koji se isplaćuju i otplaćuju u stranoj valuti.

U svojoj metodologiji prikupljanja podataka o kamatnim stopama, koja pokriva ne samo evrozonu već i zemlje EU koje nisu usvojile evro, ECB kredite prema kriterijumu korišćene valute deli na dve grupe: a.) krediti u nacionalnoj valuti i b.) krediti u stranoj valuti. Prema ovoj metodologiji krediti plasirani u nacionalnoj valuti i sa valutnom klauzulom pripadaju prvoj grupi. Pri obračunu pokazatelja beta konvergencije usvojena je metodologija ECB-a, a prema kojoj su se nacionalne statistike kamatnih stopa ne samo zemalja EU već i zemalja kandidata već saobrazile. U osnovi to znači da se kamatne stope na neindeksirane i indeksirane kredite u domaćoj valuti ponderišu iznosima kredita iz čega proishodi reprezentativna kamatna stopa koja će biti korišćena u analizi. U zemljama koje imaju stabilan devizni kurs razlika između kamatnih stopa na ova dva podtipa kredita nije preterano upadljiva, ali postoji, a sreće se i u zemljama koje su formalno usvojile valutni odbor kao model ustrojstva centralne banke kao što su Bosna i Hercegovina ili Bugarska.

Prilikom izbora reprezentativne kamatne stope za analizu vodilo se računa o još jednom metodološkom pitanju, a to je da bi ona trebalo da reprezentuju tekuće trendove i uslove finansiranja. Statistike kamatnih stopa novijeg datuma vode za svaku vrstu kredita dve paralelne statistike. Jedna se odnosi na prosečnu kamatnu stopu na ukupan iznos plasiranih kredita određene vrste, dok se druga odnosi na prosečnu kamatnu stopu na deo ukupno plasiranih kredita koji je realizovan u određenom vremenskom razdoblju, najčešće period od mesec dana. Druga statistika se bolje uklapa u osnovni smisao analize nivoa finansijske integracije, jer srž analize čini brzina približavanja nacionalnih kamatnih stopa referentnoj vrednosti, koja pak nije fiksna kategorija obzirom da se radi o nacionalnoj kamatnoj stopi neke od vodećih zemalja evrozone koja se kontinuirano menja u skladu sa promenom uslova okruženja. Opređenje za prvu statistiku ne bi u punoj meri odrazilo tekuće trendove i uslove finansiranja jer u obračun prosečne kamatne stope ulaze i stope na kredite koji su odobreni mnogo pre tekućeg perioda. Njihove kamatne stope nisu izraz aktuelnih, već istorijskih, kretanja i mogu pre iskriviti nego razjasniti odvijanje procesa integracije. Sa druge strane, opredeljenje za kamatne

stope na mesečni prirast kredita, odnosno novozaključene kreditne aranžmane, u punoj meri ispunjava dotični zahtev. Jedina vrsta kredita kod koje su prosečne kamatne stope na ukupan iznos kredita i na nove poslove jednake su prekoračenja po tekućem računu i revolving krediti.

Slika 79. opisuje kretanje u vremenu tri specifična beta koeficijenta koja se odnose na tri bankarska proizvoda koja najčešće koristi sektor stanovništva. Za stambene kredite i oročene depozite kao referentna kamatna stopa na slici 79. kojoj teže kamatne stope razmatranih zemalja uzeta je nemačka stopa, dok je za potrošačke kredite odabrana francuska stopa. U ranijem delu rada koji je adresirao beta konvergenciju u evrozoni francuska kamatna stopa je bila referentna, obzirom da je ona bila najniža kamatna stopa na nivou evrozone za razmatrane kredite, sa izuzetkom stambenih kredita sa varijabilnom kamatnom stopom za koje je bila referentna holandska stopa. Tako je nemačka stopa na oročene depozite odabrana jer je ona najniža u evrozoni, dok je kod stambenih kredita nemačka stopa ocenjena kao realniji target za istočnoevropske zemlje nego holandska. Francuska stopa kod potrošačkih kredita je bila niža od nemačke zbog čega je i odabrana. U suštini, u ovom delu rada za referentnu kamatnu stopu bira se nemačka ili francuska stopa, u zavisnosti od toga koja je niža.

Prirodan benčmark za beta konvergenciju sa slike 79. bi bila beta konvergencija sa slike 61. Obzirom da su za ove dve slike zajednički samo stambeni krediti određena komparacija je moguća za njih. Važno je imati u vidu da dve beta konvergenije koje se odnose na stambene kredite u evrozoni nisu preterano korelisane, pa ne bi trebalo previše očekivati od sinhronizovanosti kretanja beta konvergenije istočnoevropskih zemalja. Koeficijenti korelacije između tri ocenjene bete su dati u tabeli 43. Opaža se da je beta konvergencija u evrozoni za kredite sa IPFKS do godinu dana gotovo jednako korelisana sa beta konvergencijom istočnoevropskih zemalja kao i sa beta konvergencijom u evrozoni za kredite sa IPFKS između pet i deset godina. Međutim, poslednje dve navedene beta konvergenije imaju negativan koeficijent korelacije, čija vrednost nije simbolična, na osnovu čega se može zaključiti da brzina konvergencija razmatranih kamatnih stopa na dva geografska područja ima veoma suprotstavljenu dinamiku.

Tabela 43: Korelacija brzine konvergencije kamatnih stopa na stambene kredite

	(1)	(2)	(3)
Beta konvergencija istočnoevropskih zemalja (1)	1		
Beta konvergencija u evrozoni - IPFKS do godinu dana (2)	0,1858	1	
Beta konvergencija u evrozoni - IPFKS od pet do deset godina (3)	-0,2975	0,1811	1

Izvor: Kalkulacija autora

Razmatrajući rezultate, nezavisno od drugih, prezentirane na slici 79. uočava se da su sve tri bete u negativnoj zoni, što je potvrda postojanja konvergencije. Jedino se kod oročenih depozita u kratkom intervalu krajem 2008. god. i početkom 2009. god. ispoljava divergencija koja je u skladu sa tadašnjim potresima u finansijskom sistemu. U pogledu brzine konvergencije primećuje se visoka korelisanost kod stambenih kredita i oročenih depozita. Za razliku od njih, potrošački krediti imaju autonomnu dinamiku.

Sa aspekta prosečnog nivoa na kome se nalaze beta konvergencije, opet se opaža ujednačenost kod stambenih kredita i oročenih kredita, dok je oko dva i po puta veća prosečna vrednost beta koeficijenta kod potrošačkih kredita u odnosu na njih. Razlika koja postoji u kamatnim stopama istočnoevropskih zemalja i referentne zemlje evrozone je izgleda najbrže zatvarana kod potrošačkih kredita. Oko dve trećine vremena pokrivenog analizom vrednost njihovog beta koeficijenta se kretala iznad -0,3. Sa druge strane, taj nivo je bio tvrda granica za oročene depozite i stambene kredite, koju su ovi poslednji prešli tek u skorijim godinama, ali samo kratkotrajno.

Ako se središte analize fokusira na poslednjih par godina, potrošački krediti ispoljavaju najpovoljniji razvoj beta konvergencije. Već od 2010. god. njihova beta konvergencija se oporavlja i konzistentno raste dostižući svoj rekordno nizak nivo, premda se u 2014. god. primećuje izvesno pogoršanje u njenoj vrednosti. Opet, ovaj najskoriji negativan trend je bio daleko izraženiji kod oročenih depozita i stambenih kredita čija konvergencija biva gotovo obustavljena.

Slika 80. pokazuje rezultate procesa konvergencije kamatnih stopa kod finansiranja privrednih subjekata. Benčmark stopa na osnovu koje se računa kamatni spread je kod kratkoročnih kredita francuska stopa, a kod prekoračenja po tekućem računu se koristi nemačka stopa.

Kretanje mere konvergencije kamatnih stopa na dve vrste kreditnih plasmana privredi se razlaže na pet razvojnih faza u posmatranom periodu. Prva faza traje sve do početka 2007. god. U njoj su obe konvergencije prilično uravnotežene, a njihovi nivoi su skromni. Od tada pa sve do izbijanja finansijske krize dolazi do eklatantnog ubrzanja konvergencije kamatnih stopa kod prekoračenja po tekućem računu, revolving kredita i duga po kreditnim karticama, dok se kod kratkoročnih kredita ne zbivaju tako drastične promene, premda je razvoj povoljan. Treću fazu obeležava oštar pad konvergencije kod prekoračenja po tekućem računu i jednokratna divergencija stopa kod kratkoročnih kredita. Ipak, po okončanju kratke treće faze, dolazi do oporavka obe beta konvergencije, a njena vrednost kod kratkoročnih kredita konačno dugoročnije probija granicu od -0,2. Vrlo verovatno da su mere ECB-a u datom periodu urodile plodom, što se ogleda kroz ravnomernije uslove kreditiranja preduzeća u evrozoni. Finansijska kriza je tako paradoksalno dala pozitivan impuls konvergenciji kamatnih stopa. Poslednja peta faza počinje u 2012. god. kada beta konvergencija kod kratkoročnih kredita počinje da preuzima primat, ali se trend kod obe konvergencije veoma brzo u ovoj fazi pogoršava. Vrednost beta konvergencije kod prekoračenja po tekućem računu dostiže nultu vrednost u intervalu od skoro godinu dana, što dovoljno ilustruje novu fazu krize u konvergenciji kamatnih stopa u privrednom sektoru istočnoevropskih zemalja. Sumarno uzev, beta konvergencija uzima, sem dva sporadična slučaja, negativnu vrednost što je signal da se konvergencija zbiva, ali da je ona po svom karakteru krhka i češće spora nego brza.

Poređenjem mera konvergencije sa slika 79. i 80. ne može se izvući definitivan zaključak da li je konvergencija brža u sektoru stanovništva ili u sektoru privrede. Na slici 61. koja adresira brzinu konvergencije u evrozoni evidentno je da je brzina konvergencije veća u sektoru privrede.

Konačno, opšta ocena na bazi kretanja beta konvergencije na tri dotične slike, je da je najmanje relativno zaostajanje brzine konvergencije kod istočnoevropskih zemalja u odnosu na evrozonu kod stambenih kredita, dok je ono kod kredita preduzećima daleko izraženije.

Ispitivanje brzine konvergencije može se postaviti u kontekstu različitih vremenskih perioda koji su razgraničeni važnim ekonomskim događajima. Po pretpostavci dinamika konvergencije, zbog prelomnog uticaja ekonomskog događaja, može da se značajno razlikuje. Adam et al. (2002) su kao ovakav ekonomski događaj tretirali formiranje monetarne unije u EU. Finansijska kriza iz 2008. god. pripada takvim događajima. Shodno tome može se izvršiti ocena vrednosti beta koeficijenta tako što se u model uvode dve vremenske veštačke promenljive. Prva veštačka promenljiva ($V1$) uzima vrednost jedan za sve mesece od januara 2003. god. zaključno sa septembrom 2008. god. i nula za preostale mesece, što znači da pokriva pretkrizni period. Druga veštačka promenljiva ($V2$) reflektuje postkrizni period zbog čega uzima vrednost jedan u svim mesecima koji se nalaze u intervalu od oktobra 2008. god. do juna 2014. god, a nula u ostalim mesecima. Ocenjeni model tada uzima formu:

$$\Delta Spr_{i,t} = \alpha_i + \beta_{pre\ krize} V1 * Spr_{i,t-1} + \beta_{posle\ krize} V2 * Spr_{i,t-1} + \Delta Spr_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Rezultati ocenjenog modela su dati u tabeli 44. Jedino je kod potrošačkih kredita ocenjena beta konvergencija nakon krize veća od ocenjene beta konvergencije pre krize. Posebnost dve beta konvergencije kod potrošačkih kredita je što je samo kod njih evidentirana statistički značajna razlika na nivou poverenja od 10%. Kod svih drugih razmatranih bankarskih proizvoda ocenjena beta konvergencija posle krize je bila niža nego pre krize, ali razlika u vrednosti dve bete nije statistički značajna.

Svi ocenjeni beta koeficijenti u tabeli 44. su veoma visoko statistički značajni, a taj nivo značajnosti je nešto niži kod jednačine za prekoračenja po tekućem računu i ost. Ipak, oba koeficijenta su veoma blizu granice visoke statističke značajnosti, jer je nivo poverenja za beta koeficijent pre krize 7,8%, a posle krize 5,5%.

Tabela 44: Brzina konvergencije kamatnih stopa pre i posle nastupa finansijske krize

	$\beta_{pre\ krize}$	$\beta_{posle\ krize}$	Statistički značajna razlika između dve bete	Broj podataka
Sektor stanovništva				
Potrošački krediti	-0,0835***	-0,1193***	Da*	1680
Stambeni krediti	-0,0573***	-0,0438***	Ne	1674
Oročeni depoziti	-0,0405**	-0,0384**	Ne	1662
Sektor nefinansijskih preduzeća				
Kratkoročni krediti	-0,0642***	-0,0507*	Ne	1626
Prekoračenja po tekućem računu i ost.	-0,1229*	-0,0952*	Ne	1265

***, ** i * ukazuju na nivo statističke značajnosti regresionog koeficijenta od 1%, 5% i 10%, respektivno. Prilikom ocenjivanja značajnosti regresionih koeficijenata korišćene su standardne greške koje eliminišu problem heteroskedastičnosti i autokorelacije (robustne standardne greške).

Izvor: Kalkulacija autora

Svi slučajevi, sa izuzetkom potrošačkih kredita, sugerišu izvesno usporavanje konvergencije u periodu posle krize. Ovaj zaključak bi bio utemeljeniji da je potvrđena statistički značajna razlika između dva beta koeficijenta. Ipak, on se slaže sa očekivanim dejstvom finansijske krize na brzinu konvergencije.

Može se napraviti paralela sa drugim radovima koji su ispitivali statističku značajnost razlike između beta koeficijenata u odnosu na neke druge ekonomski važne događaje. Adam et al. (2002) kao prelomni događaj afirmišu uvođenje evra 1999. god. i posmatraju brzinu konvergencije kod tromesečnih međubankarskih kredita, desetogodišnjih državnih obveznica, stambenih kredita i kredita preduzećima u zemljama evrozone. Prema njihovim rezultatima, brzina konvergencije posle uvođenja evra statistički značajno raste kod svih kamatnih stopa izuzev kamatnih stopa na državne obveznice. Baelle et al. (2004) uzimaju za relevantan isti ekonomski događaj, s tim što je broj podataka za period posle uvođenja evra kod njih veći i što je pažnja usredsređenija na tržište bankarskih usluga. Predmet njihove analize su kratkoročni krediti preduzećima, dugoročni krediti preduzećima, potrošački krediti, stambeni krediti

i oročeni depoziti. Od svih njih samo se kod stambenih kredita pojavljuje statistički značajna razlika u brzini konvergenciji između perioda koji je prethodio i perioda koji je sledio uvođenju evra. Analiza autora je ukazala i na jednu kontradiktornost, a to je da je ocenjeni beta koeficijent posle uvođenja evra kod kratkoročnih kredita, potrošačkih kredita i depozita zapravo niži nego pre njegovog uvođenja.

Baltzer et al. (2008) su testirali jednakost brzina konvergencije bankarskih kamatnih stopa novopridruženih zemalja članica. Kao ekonomski relevantan događaj autori su odabrali novembar 2001. god, mesec u kome su ozvaničeni planovi o datumu pristupanja EU tadašnjih zemalja kandidata, iako su one formalno postale članice 2004. god. Obzirom da je ovaj skup zemalja najbliži skupu zemalja koje su analizirane u radu, njegovi zaključci su bitniji zbog vremenskog kontinuiteta sa nalazima u radu, pošto se u njemu većinom adresira period koji prethodi vremenskom intervalu pokrivenom tekućom analizom. Kao i u prethodnim radovima i ovde se kod stambenih kredita potvrđuje istaknuta razlika između brzina konvergencije u dva odeljena perioda, takođe u smislu veće brzine u drugom u odnosu na prvi period. Pored toga što je statistički potvrđeno da se konvergencija ubrzava nakon novembra 2001. god. za stambene kredite, isti obrazac je konstatovan i za kratkoročne kredite preduzećima, ali ne i za dugoročne kredite preduzećima, potrošačke kredite i oročene depozite. Zajedničko za sva tri komentarisana rada je što je ekonomski događaj po svojoj prirodi pozitivnog karaktera, dok je ekonomski događaj koji je razdelnica celokupnog vremenskog intervala na dva segmenta u ovom radu negativnog karaktera. Utoliko se i projekcije, u pogledu akceleracije ili deceleracije konvergencije između dva vremenska segmenta, u radovima dijametralno razlikuju.

Poslednji informativan podatak koji možemo izvući iz analize beta konvergencije je interpretacija kretanja vrednosti odsečka u regresionoj jednačini. Slobodni član u panel jednačini se naziva fiksni efekat. Jedan od načina da se uvaži heterogenost jedinica posmatranja, u konkretnom slučaju istočnoevropskih zemalja, jeste da se dozvoli da svaka jedinica dobije svoj individualni slobodni član. Obzirom da je 15 zemalja predmet analize, model poseduje 15 fiksnih individualnih efekata. Model fiksnih individualnih efekata pretpostavlja da sve posebne karakteristike zemalja koje su konstantne u

vremenu bivaju obuhvaćene slobodnim članom u panel jednačini. Nadalje, koeficijentima uz objašnjavajuće promenljive se pripisuje odlika konstantnosti za sve jedinice posmatranja.

Postoje dva metoda za ocenjivanje modela fiksnih individualnih efekata. Metod koji se češće koristi, i koji ekonometrijsko-statistički softver kao što je Eviews automatski aplicira, polazi od centriranih podataka, odnosno od transformisanog modela fiksnih efekata sa centriranim vrednostima varijabli u vidu odstupanja od individualnih proseka (*The Fixed Effects Estimator*). U outputu softvera se raportira prosečna vrednost svih fiksnih individualnih efekata, ali bez isticanja konkretnih vrednosti individualnih efekata (slučajnih članova) po jedinicama posmatranja i njihove značajnosti.

Međutim, obzirom na srž analize korisno bi bilo raspolagati ocenama individualnih efekata, jer one takođe upućuju na dostignutu integraciju. Zato je ocenjivanje sprovedeno drugim metodom koji podrazumeva uvođenje veštačkih varijabli za svaku zemlju (*The Least Squares Dummy Variable Estimator*). Tabela 45. sadrži rezultate primene ovog metoda, sa ocenjenim fiksnim efektima po zemljama, za kompletan vremenski period za koji su podaci dostupni.

U potrazi za optimalnom specifikacijom ocenjena je jednačina u kojoj su uvedene dve docnje zavisne promenljive, $\Delta Spr_{i,t-1}$ i $\Delta Spr_{i,t-2}$, ali rezultati nisu bili značajno različiti, pri čemu koeficijent uz drugu docnju nije bio statistički značajan. Sprovedena su i dva testa specifikacije. Hausmanov test (*Hausman test*) se koristi kako bi se utvrdilo da li je adekvatniji model sa fiksnim individualnim efektima ili model sa slučajnim individualnim efektima. Model sa slučajnim efektima deli pretpostavku modela sa fiksnim efektima da slobodan član inkorporira u sebe individualne specifičnosti jedinica posmatranja, s tom razlikom što se on u novom modelu sastoji od dva dela - fiksnog dela koji čini prosečna vrednost slobodnih članova svih jedinica i slučajnog individualnog odstupanja od njega. Ova slučajna komponenta slobodnog člana se pridružuje standardnoj slučajnoj grešci regresiji sa kojom tvori novu slučajnu grešku.

Tabela 45: Fiksni efekti po zemljama izvedeni na osnovu obračuna brzine konvergencije kamatnih stopa

	Potrošački krediti	Stambeni krediti	Oročeni depoziti	Kratkoročni krediti	Prekoračenja po tekućem računu i ost.
β	-0,0917***	-0,0477***	-0,039**	-0,0514***	-0,0997***
$\Delta Spr_{i,t-1}$	-0,2202***	-0,0624***	0,0894	-0,0651***	-0,0445
Srbija	0,8509***	0,0733	0,3505***	0,3016*	0,5843***
Makedonija	0,2958*	0,3409***	0,1502***	0,2301***	0,4308***
Bosna i Hercegovina	0,2326	0,1977***	0,0414	0,2064***	0,2623*
Crna Gora	0,3089	0,2619**	0,165***	0,3111**	-
Rumunija	0,6049***	0,2185***	0,2151***	0,4212***	0,611***
Bugarska	0,5178***	0,2013***	0,124***	0,2858***	0,3253***
Hrvatska	0,0978	0,0777*	0,0772*	0,2021***	0,3042**
Slovenija	-0,045	-0,0053	0,0162	0,1122*	0,0409
Mađarska	1,2202***	0,2759***	0,1722***	0,3341***	0,4188***
Češka	0,5615***	0,0175	-0,0123	0,0263	-0,1251*
Slovačka	0,4229***	0,0474	0,001	0,2969***	-0,1163*
Poljska	0,7308***	0,1075**	0,0685	0,1239*	0,0491
Litvanija	0,3308**	0,0346	-0,0491	0,134*	-0,0603
Letonija	1,1767***	0,1207**	0,064	0,2091***	0,0656
Estonija	1,2659***	0,0409	0,035	0,1034	0,0034
Testovi provere specifikacije					
Hausmanov test (χ^2 test)	48,58***	22,67***	22,69***	16,7***	39,38***
Test opravdanosti fiksnih efekata (χ^2 test)	48,67***	23,47*	23,22*	17,31	39,36***

***, ** i * ukazuju na nivo statističke značajnosti regresionog koeficijenta od 1%, 5% i 10%, respektivno.

Izvor: Kalkulacija autora

U osnovi, kada su jedinice posmatranja slučajno odabrane, velike su mogućnosti da model sa slučajnim efektima bude ispravan, ali kada su jedinice posmatranja zemlje, a pogotovo kada je njihov izbor izvršen ciljano, manje su šanse da ovaj model uzme prvenstvo.

Hausmanov test se svodi na ispitivanje korelacije između nove slučajne greške i regresora jednačine. Postojanje ove korelacije dovodi do toga da ocene parametara u dva modela divergiraju, odnosno da postoji značajna razlika između ocena izračunatih prema modelu sa fiksnim efektima i modelu sa slučajnim efektima. Nulta hipoteza testa je da su ove ocene identične, što znači da navedena korelacija ne postoji, odnosno da je model sa slučajnim efektima ispravan. Alternativna hipoteza stipulira da je model sa fiksnim efektima ispravan. Prema dobijenim rezultatima očigledno je da se sa visokim nivoom poverenja odbacuje nulta hipoteza. Dodatno testiranje modela sa fiksnim efektima je izvršeno na osnovu njegove komparacije sa modelom panela sa konstantnim regresionim parametrima (*pooled regression*). Ovaj test se svodi na ispitivanje da li bi umesto množine slobodnih članova bilo primerenije postojanje samo jednog slobodnog člana koji bi onda bio zajednički za sve jedinice posmatranja. Ako je to slučaj, onda se panel struktura podataka čini izlišnom. Rezultati pokazuju da sve kamatne stope prolaze i ovaj test, ali da bi se kod kratkoročnih kredita preduzećima moglo razmisliti o opravdanosti panel strukture, kojoj u prilog ide statistička značajnost pojedinih slobodnih članova, ali ne i test statistika.

Na osnovu rezultata iz tabele 45. može se izvesti nekoliko interesantnih zapažanja. Posmatrano za Srbiju opaža se da je najniža vrednost svih njenih ocenjenih slobodnih članova kod stambenih kredita, gde ona nije statistički ni značajna. Iz toga proizlazi da nema kvalitativne razlike u institucionalnom i ekonomskom okruženju koja bi bila razlog za postojanje kamatnih spredova između naših kamatnih stopa na stambene kredite i nemačkih. Ova ocena slobodnog člana se može posmatrati u kontekstu dominantne grupacije stambenih kredita - subvencionisanih stambenih kredita. Višegodišnjim programom državnog subvencionisanja stambenih kredita izvršene su određene distorzije u formiranju kamatnih stopa. Dva su ključna faktora programa doprinela tome. Prvi je visoko učešće države u ukupno traženom iznosu kredita. U

početnim godinama programa ono je iznosilo 20%, da bi se sa pogoršanjem budžetske pozicije države spustilo na 10%. u poslednjim godinama. Drugi je programom determinisan maksimalni nivo kamatne stope na deo kredita koji odobrava banka, a koji je bio ispod regularne tržišne kamatne stope. Dok je prvi faktor neposredno doprinio smanjenju rizika kredita za banku, jer banka ostaje sa komfornom marginom od 25% ako se u obzir uzme i obavezno učešće klijenta od 5%, drugi faktor nije ostavljao prostora za proizvoljno ponašanje banke kojim bi ona možda preneglegla sniženi rizik kredita i zaračunala višu kamatnu stopu. Konačno, tražnja za ovim kreditima je bila na tolikom nivou da bi svako eskiviranje učešća u programu bilo pogubno za banku iz dva razloga. Prvi je što bi njen portfolio stambenih kredita bio na skromnom nivou pa time i tržišno učešće banke u ovom segmentu, a drugi je što su ovi krediti instrument dugoročnog vezivanja klijenta za banku i korišćenja suplementarnih usluga što je ultimativni cilj svake banke. Tako su subvencionisani stambeni krediti sa jedne strane uspešno obavljali svoju društvenu svrhu, ali i proizvodili distorzije u zvaničnim prosečnim kamatnim stopama na stambene kredite koje su korišćene u analizi, a čiji efekat je potcenjena vrednost slobodnog člana od 0,0733.

Obzirom na odsustvo sličnih programa kod drugih vrsta kreditnih proizvoda, može se reći da drugi slobodni članovi verodostojnije reflektuju suštastvene razlike između domaćeg i nemačkog/francuskog ekonomsko-finansijskog podneblja. Vrednost slobodnog člana je najveća kod potrošačkih kredita - 0,8509 i prekoračenja po tekućem računu i ost. preduzeća - 0,5843. Pozitivne vrednosti slobodnih članova ukazuju da postoje bitne nacionalne razlike koje vode tome da domaće kamatne stope budu iznad referentnih evropskih stopa. Pažnje vredna činjenica je da je fiksni efekat kod oročenih depozita u Srbiji najveći od svih analiziranih zemalja, iz čega proističe da su kamatne stope na oročene depozite iz nekog sistemskog razloga više kod nas nego u Nemačkoj. Izgleda da su faktori kao što su različite kampanje, "nedelja štednje", visoke profitne margine i slaba depozitna baza banaka, privremene olakšavajuće mere NBS (oslobađanje od izdvajanja obavezne rezerve), makroekonomska nestabilnost, nepoverenje u bankarski sistem građana i sl. u kontinuitetu doprinosili održavanju domaćih kamatnih stopa na višim nivoima.

Slovenija je zemlja koja se ističe konzistentno niskim vrednostima slobodnih članova. Oni su samo u jednom slučaju uopšte statistički značajni i to na najnižem nivou poverenja od 10%. Intrigantno je i to da su u dva slučaja oni negativni. Dosledna interpretacija ovog fenomena bi bila da postoje minorne razlike između slovenačkog i referentnog okruženja, ali da su one takve da uslovljavaju da kamatne stope u referentnom okruženju budu više od slovenačkih. Sumarni zaključak bi bio da je od svih 15 analiziranih zemalja, agregatno gledano, Slovenija po karakteru svog okruženja najbliskija benčmark zemljama, što se tumači kao skoro potpuno odsustvo tržišne segmentacije. Od preostalih zemalja visoka systemska usklađenost sa referentnim zemljama se opaža još kod Češke i Estonije. Estonija je interesantan slučaj, jer da nije visoke vrednosti fiksnog efekta od 1,2659 kod potrošačkih kredita, ona bi bila ozbiljan kandidat da preuzme primat od Slovenije kao najusklađenija zemlja. Disproporcionalno velik fiksni efekat kod potrošačkih kredita, u odnosu na druge fiksne efekte, nije obeležje samo Estonije. On se primećuje još kod Mađarske i Letonije. Sve tri zemlje imaju, u nekim slučajevima i višestruko, veću vrednost dotičnog fiksnog efekta u odnosu na zemlje bivše Jugoslavije koje još nisu postale članice EU, što je paradoks.

Od zemalja bivše Jugoslavije, pored Slovenije i Hrvatska se veoma dobro kotira. Kod nje se uočava primetna razlika između veličine fiksnih efekata kod sektora stanovništva, koji su veoma mali, i sektora privrede u kojem su visoki. Ovaj fenomen ukazuje na dualnu prirodu bankarskog sistema i njegovih osnovnih obeležja, gde sa jedne strane imamo visoku koordiniranost sa referentnim sistemom u jednom delu, ali i zaostajanje u drugom delu, u ovom slučaju onom koji se odnosi na privredne subjekte.

Prema vrednosti beta koeficijenta iz tabele 45. ispostavlja se da kamatne stope na oročene depozite najsporije konvergiraju, pa ako se uzme u obzir da su kamatne stope niže u evrozoni nego u drugim zemljama, onda proističe da su više stope u istočnoevropskim zemljama rezistentnije. Vajanne (2006) ukazuje na izvesnu kontradiktornost na nivou evrozone između veličine kamatnog spreda kod stambenih kredita i vrednosti njihovog beta koeficijenta. Standardna devijacija kamatnih spredova kod ovih kredita se značajno smanjivala tokom 1990-ih, a isti trend je, ali u nešto blažoj formi, nastavljen i u 2000-im. Ovaj konzistentan pad je istovremeno značio da bi se

moglo očekivati da efekti novih šokova na postojeće spreadove ne budu neutralisani ranije opaženom brzinom, jer je porastao opšti nivo integracije na tržištu. Drastičan pad apsolutne vrednosti razlika u kamatnim stopama evidentiran u predašnjem periodu bi tako bio plauzibilno objašnjenje za sporiju konvergenciju u tekućem periodu koji je Vajanne razmatrala. Ovo rezonovanje bi se delimično moglo primeniti i na situaciju sa kamatnim spreadovima na oročene depozite koji su najniži od svih razmatranih spreadova. Sa druge strane, isto objašnjenje može da se primeni i na potrošačke kredite i prekoračenja po tekućem računu i ost. i njihovu višu vrednost beta koeficijenta jer su kamatni spreadovi u ovim kategorijama još uvek prilično visoki.

Goldberg i Verboven (2005) takođe ispituju konvergenciju cena samo u drugačijem kontekstu koji se tiče automobilske industrije. Oni se oslanjaju na identičan model primenjen u ovom radu, a koriste jednostavnu formulu koja je svojstvena modelu kako bi odredili vreme koje je potrebno da bi se neutralisala polovina šoka koji se realizovao i izazvao širenje kamatnog spreda. Ta formula je:

$$-\ln(2) / \ln(1 + \beta)$$

Prema veličini beta koeficijenata u tabeli 45. može se konstatovati da ovo vreme varira između šest i po i sedamnaest i po meseci. Drugim rečima, polovina rasta kamatnog spreda od jednog procentnog poena izazvanog nepredviđenim šokom će se otkloniti za šest i po meseci kod prekoračenja po tekućem računu i ost, dok će oročenim depozitima za to biti potrebno sedamnaest i po meseci.

Specifičnosti interpretacije slobodnog člana i beta koeficijenta sugerišu da bi se njihovim sučeljavanjem moglo doći do još jedne vredne informacije. Njihov količnik ($\alpha_c / -\beta$) izražava dugoročne, sistematske razlike u kamatnim stopama. Ova ocena dugoročne razlike se odnosi na isti period za koji su dobijene i ocene slobodnog člana i beta koeficijenta. Tabela 46. daje pregled ovih razlika koje proističu iz ocenjenog modela u radu.

Tabela 46: Veličina dugoročnih razlika u kamatnim stopama

	Potrošački krediti	Stambeni krediti	Oročeni depoziti	Kratkoročni krediti	Prekoračenja po tekućem računu i ost.
Srbija	9,28	1,54	8,99	5,87	5,86
Makedonija	3,23	7,15	3,85	4,48	4,32
Bosna i Hercegovina	2,54	4,14	1,06	4,02	2,63
Crna Gora	3,37	5,49	4,23	6,05	-
Rumunija	6,60	4,58	5,52	8,19	6,13
Bugarska	5,65	4,22	3,18	5,56	3,26
Hrvatska	1,07	1,63	1,98	3,93	3,05
Slovenija	-0,49	-0,11	0,42	2,18	0,41
Mađarska	13,31	5,78	4,42	6,50	4,20
Češka	6,12	0,37	-0,32	0,51	-1,25
Slovačka	4,61	0,99	0,03	5,78	-1,17
Poljska	7,97	2,25	1,76	2,41	0,49
Litvanija	3,61	0,73	-1,26	2,61	-0,60
Letonija	12,83	2,53	1,64	4,07	0,66
Estonija	13,80	0,86	0,90	2,01	0,03

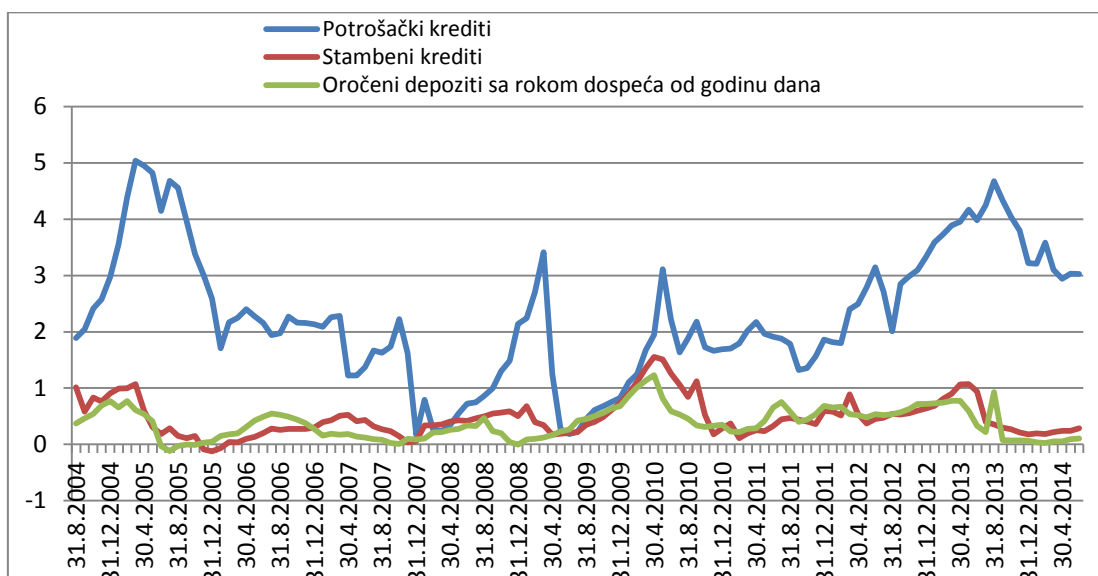
Izvor: Kalkulacija autora

Ako uzmemo primer Srbije onda se može konstatovati da je veličina istrajne i čvrste razlike u domaćoj kamatnoj stopi na potrošačke kredite u periodu 01.2003-06.2014. u odnosu na francusku kamatnu stopu 9,28 procentnih poena. Ova postojana razlika je najmanja kod stambenih kredita i iznosi 1,54 procentna poena u odnosu na nemačku stopu, a red veličina ostalih dugoročnih kamatnih spreadova prati relativan odnos slobodnog člana i beta konvergencije za svaki tip kredita⁴¹⁰. Koliko je ovaj relativan odnos bitan može se opaziti na primeru potrošačkih kredita i prekoračenja po tekućem računu i ost. Premda su njihovi beta koeficijenti vrlo bliski, dugoročne kamatne razlike su upečatljivo veće kod potrošačkih kredita. Razlog tome su veće vrednosti fiksnih efekata kod njih.

⁴¹⁰ Goldberg i Verboven (2005) su razmatrali dugoročnu razliku u cenama automobila različitih klasa u različitim zemljama Evrope. U njihovom radu referentna zemlja je bila Belgija, kao zemlja sa najnižim cenama automobila u Evropi, najmanjim barijerama za uvoz automobila i najnižom tržišnom koncentracijom. Nakon ocene dugoročnih razlika u cenama automobila među evropskim zemljama izvršili su komparaciju sa ranije dostupnim podacima o ovoj razlici na tržištu SAD-a (posmatraju se savezne države). Utvrđeno je da je ona znatno manja u SAD-u, a da su ključni razlog tome fiksni efekti koji su značajno manji u SAD nego u Evropi. Sa druge strane red veličina beta koeficijenata u Evropi i SAD-u je bio veoma blizak.

Ako se pažnja fokusira na raspon dugoročnih kamatnih razlika onda se vidi da je on najmanji kod stambenih kredita kod kojih se kreće od -0,11 do 7,15 procentnih poena. Ovaj raspon je primetno nizak i kod prekoračenja po tekućem računu i ost. Negativna vrednost dugoročne kamatne razlike privlači pažnju. Ona se interpretira na način da su u posmatranom periodu kamatne stope na stambene kredite u Sloveniji bile konzistentno niže od nemačkih kamatnih stopa za u proseku 11 baznih poena. Negativna dugoročna kamatna razlika se ističe u još nekoliko slučajeva.

Elaboracija slobodnog člana, a i kompletnog koncepta beta integracije, se zaokružuje njegovim kretanjem u vremenu. Slike 81. i 82. podražavaju po načinu svoje konstrukcije slike 79. i 80. koje su opisivale kretanje beta konvergencije u vremenu.

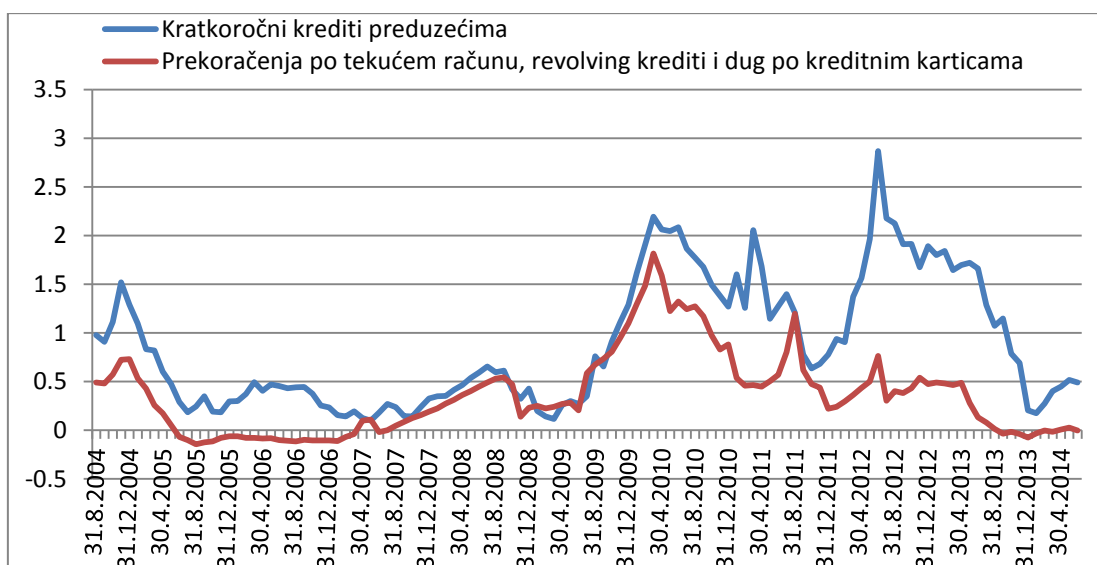


Slika 81: Kretanje prosečne vrednosti fiksnih efekata kod kredita i depozita stanovništva

Izvor: Kalkulacija autota na osnovu podataka nacionalnih centralnih banaka

Kao i slika 79. tako i slika 81. daje pregled evolucije varijable od interesa za sektor stanovništva. Iz tabele 45. mogu se nazreti neke osnovne smernice koliko velike prosečne fiksne efekte u vremenu bi mogli očekivati, ali ne i tempo promena prosečnog fiksnog efekta u vremenu. Kao i kod beta konvergencije i ovde su veoma blisko povezana kretanja prosečnog fiksnog efekta na stambene kredite i na oročene depozite,

dok je njegova dinamika kod potrošačkih kredita opet autonomna. Vrednost fiksnog efekta kod potrošačkih kredita u posmatranom periodu uzima oblik slova U. To znači da se sa veoma visokog nivoa od 5 početkom perioda, on ubrzano približava vrednostima na kojima se nalaze fiksni efekti kod stambenih kredita i oročenih depozita, da bi sredinom perioda došlo do njegovih oštih promena naviše i naniže, nakon čega sledi period njegove rastuće vrednosti. Kod stambenih kredita i oročenih depozita sem efemernog rasta krajem prve decenije 2000-ih fiksni efekat uobičajeno oscilira oko nivoa od 0,5; a ohrabruje njegovo kretanje u poslednjih godinu dana kada se gotovo spušta na nivo koji ukazuje na minornu heterogenost među zemljama. U tom smislu obećavajuće deluje i njegovo kretanje kod potrošačkih kredita.



Slika 82: Kretanje prosečne vrednosti fiksnih efekata kod kredita preduzećima

Izvor: Kalkulacija autota na osnovu podataka nacionalnih centralnih banaka

Prosečni fiksni efekti u sektoru preduzeća imaju drugačiju vremensku dinamiku u odnosu na sektor stanovništva. Na slici 82. se može primetiti veoma povoljno kretanje fiksnih efekata u celom intervalu do 2009. god. Nivo fiksnih efekata je stabilno ispod 0,5; a kod prekoračenja po tekućem računu i ost. blago negativan u određenom vremenskom razdoblju. To znači da su u tom periodu sistemski bile veće kamatne stope na prekoračenja po tekućem računu i ost. u Nemačkoj u odnosu na druge istočnoevropske zemlje za koje su u datom periodu podaci bili dostupni. Ipak, situacija

se preokreće već u 2007. god. kada rast prosečnih fiksnih efekata uzima zamah. Eskalacija nastupa u 2009. god. koju karakterišu do tada rekordni nivoi prosečnih fiksnih efekata. Nakon perioda konsolidacije i opadanja fiksnih efekata koji je trajao do kraja 2011. god. dolazi do otvaranja širokog jaza između dva prosečna efekta, pri čemu se kod kratkoročnih kredita beleži novi rekordni nivo koji je veoma blizu granice od 3. Nakon dostizanja rekordnog nivoa, ovaj prosečan efekat se vraća granici od 0,5 i zatvara se jaz između njega i efekta kod prekoračenja po tekućem računu i ost. Opaža se i da je jaz između ova dva efekta u sektoru preduzeća bio obeležje celog vremenskog perioda pokrivenog analizom, što znači da su određeni faktori i uticaji usloveli veću heterogenost kod istočnoevropskih zemalja u odnosu na referentne zemlje kod kratkoročnih kredita nego kod prekoračenja po tekućem računu i ost.

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Finansijski sektor i njegova finansijska intermedijacija značajno doprinose nesmetanom odvijanju i rastu privredne aktivnosti. Zahvaljujući postojanju finansijskog sektora dolazi do mobilizacije impresivnog kvantuma finansijskih resursa koji se distribuiraju u različite forme finansiranja ekonomskih aktivnosti. Međutim, savremeni izazovi zahtevaju od finansijskog sektora da kontinuelno prilagođava i usavršava sistem finansijske intermedijacije kako bi se preko potrebni proces alokacije resursa na alternativne ekonomske aktivnosti odvijao na način da se stimulišu produktivnost i promene u privrednoj strukturi kako bi se držao korak sa vremenom i tehnološkim promenama. Reforma privredne strukture iziskuje reformu finansijskog sektora, ali važi i obratna relacija. Ekonomska integracija nije zaokružena bez finansijske integracije. Integracija finansijskog sektora je izraz njegove korenite transformacije, a koja se može interpretirati i kao neophodna i tražena reforma. Ovo je razlog zbog kojeg se finansijska integracija definiše prioritetom u agendama nosilaca ekonomske politike.

Okosnicu razmatranja u prvoj glavi rada čini provera tvrdnje da je finansijska integracija relevantna za privredni rast i razvoj, i da u pravilu vodi njihovom ubrzanju. Iz ove tvrdnje proističe verovanje da efekti finansijske integracije prevazilaze granice finansijskog sektora i da dosežu do generalnih performansi nacionalne ekonomije.

U esencijalne, nedvosmislene i opšteprihvaćene koristi finansijske integracije se ubrajaju: a.) podela rizika i b.) podsticanje privrednog rasta i produktivnih investicija. Proširene mogućnosti za podelu rizika vode tome da bilo kakvi ekonomski poremećaji koji neposredno tangiraju ekonomske subjekte koji pripadaju određenom regionu unutar integrisanog ekonomskog prostora nemaju signifikantan uticaj na njihov dohodak i potrošnju. Iz toga proizlaze dve reperkusije. Prvo, da zahvaljujući finansijskoj integraciji dolazi do izravnjanja potrošnje u vremenu, i drugo da dolazi do pada varijabiliteta potrošnje *per capita*. Portfolio teorija je najbolji medijum za objašnjenje ove koristi od integracije.

U makroekonomskom kontekstu podele rizika, finansijska integracija je komplement ekonomskoj integraciji realnog sektora. Potonja integracija pojedinačnim zemljama pruža mogućnost da maksimalno iskoriste svoje komparativne prednosti, što znači da se zemlje specijalizuju i orijentišu na one proizvodne delatnosti u kojima poseduju najviše preimućstava u odnosu na druge zemlje. Specijalizacija implicira odustajanje od pokretanja proizvodnje ili zatvaranje postojećih pogona u proizvodnim delatnostima u kojima druge zemlje imaju veće komparativne prednosti u odnosu na posmatranu zemlju. Ovo je aspekt ekonomske integracije o kome se u Srbiji nedovoljno razmišlja, premda se javno ističu naše komparativne prednosti u poljoprivredi i energetici. Sledstveni pad diversifikacije u privrednoj strukturi čini zemlju ranjivom na vanredne okolnosti koje mogu nastati, kako na unutrašnjem planu, tako i na spoljnom planu kao što je pad izvozne tražnje, a koje proizvode negativne efekte na odabrani skup delatnosti. Zauzvrat, finansijska integracija ima moć da limitira varijacije u dohotku i potrošnji u zemlji, koje proističu iz ostvarenja vanrednih okolnosti, zahvaljujući podeli rizika. Iz ovoga proističe da je preporučljivo da koncentracija proizvodnje u zemlji bude kontrabalansirana diversifikacijom portfolija imovine stanovništva, kako finansijske tako i realne. Ovaj uslov naša zemlja ne ispunjava, što nas čini nespremnim za evropsku ekonomsku integraciju. Međutim, moć finansijske integracije ide preko instrumenta podele rizika u ovom slučaju, jer ona omogućava olakšano zaduživanje kod drugih zemalja koje relaksira akutnost krize i oštrinu smanjenja potrošnje. Na kraju krajeva, veće integrisano finansijsko tržište pogoduje razvoju i uvođenju novih finansijskih instrumenata za upravljanje rizicima, što manja tržišta nisu u stanju da ponude, a čijom upotrebom se zemlje i stanovništvo mogu efikasno osigurati od navedenih rizika.

Finansijska integracija pomaže evoluciju diferentnih finansijskih sistema u smeru modernije, inovativnije, konkurentnije i integrisanije celine. Zahvaljujući tome rezidenti i kompanije iz Evropske Unije, kao podneblja u kojem se finansijska integracija danas najdinamičnije odvija, imaju pred sobom stalno rastući dijapazon opcija za zaduživanje i plasiranje finansijskih sredstava. Najveće benefite od finansijske integracije očekuje se da uživaju zemlje sa relativno nižim nivoom razvijenosti finansijskog sektora. U njima integracija pokreće proces ubrzanog sustizanja (*catching-up*) nivoa razvijenosti finansijskih sistema drugih naprednijih zemalja. Preneseno na primer Evropske Unije,

veće koristi od integracije bi trebalo očekivati u novopridruženim članicama nego u starim, a ovo takođe vredi i za zemlje koje se trenutno nalaze u postupku pridruživanja među koje spada i Srbija.

Prethodno rezonovanje razotkriva drugi, alternativan i posredan način delovanja finansijske integracije na privredni rast i razvoj. On se realizuje preko interakcije sa konceptom finansijskog razvoja. Za razliku od finansijske integracije, veza između finansijskog razvoja i privrednog rasta je veoma detaljno ispitana. U više radova, koji su bazirani na različitim metodološkim pristupima, je potvrđeno da dugoročna stopa rasta bruto domaćeg proizvoda jeste pozitivno korelisana sa indikatorima finansijskog razvoja. Sa stanovišta ekonomskog rasta, nije važno da li je finansijski sistem baziran na bankama ili finansijskim berzama, oba se pokazuju podjednako uspešnim u njegovom podsticanju. Ipak, presudna dimenzija na bankama zasnovanih sistema je njihova veličina, a na finansijskim berzama njihova likvidnost. Ispitivanje veze između finansijskog razvoja i privrednog rasta je pokazalo da smer uzročnosti ide od prvog ka drugom. Ovaj nalaz se argumentuje time što privredni sektori i grane koji se više oslanjaju na eksterne izvore finansiranja beleže više stope rasta u zemljama u kojima je finansijski sistem relativno više razvijen. Nalaz počiva na premisi po kojoj nivo zavisnosti privrednog sektora od eksternih izvora finansiranja determinišu tehnološki faktori. Ukoliko podaci to dozvoljavaju, moguće je umesto privrednih sektora kao jedinica posmatranja sprovesti analizu i na pojedinačnim preduzećima i za svako utvrditi da li raste preko stope koju obezbeđuju interni izvori i kratkoročni izvori finansiranja. Visoka proporcija ovih preduzeća, u skupu svih analiziranih preduzeća, u zemljama sa razvijenim finansijskim sistemom je suplementarni argument o uzročno-posledičnoj vezi između finansijskog razvoja i privrednog rasta.

Teorijski modeli apostrofiraju determinante privrednog rasta. Među njima se izdvajaju totalna faktorska produktivnost, akumulacija fizičkog kapitala (kapitalna opremljenost rada) i stopa štednje. Finansijski razvoj deluje na ove determinante, ali različitim intenzitetom kod različitih zemalja. Za zemlje koje se nalaze na visokom nivou kapitalne opremljenosti, finansijski razvoj prevashodno deluje na totalnu faktorsku produktivnost, dok je uticaj na ostale determinante sekundaran. Sa druge strane, u

zemljama koje su nisko rangirane prema nivou kapitalne opremljenosti, finansijski razvoj u prvom redu utiče na akumulaciju fizičkog kapitala.

Na nivou EU pokazano je da prema veličini finansijskog sektora, merenom veličinom tržišta akcija i obveznica i kvantumom bankarskih kredita u odnosu na bruto domaći proizvod, prednjače Velika Britanija, Irska, Holandija i Španija. Prema bazičnom indikatoru finansijskog razvoja ove zemlje imaju najrazvijenije finansijske sisteme u EU. Međutim, u EU su tržišta obveznica daleko manja nego u SAD, a iznenađuje da prema kvantumu emitovanih obveznica u odnosu na bruto domaći proizvod prednjači Portugal, iza kojeg sledi Francuska, a više od polovine analiziranih EU zemalja ima vrednost ovog indikatora manju od 10%. Kada se radi o tržištu akcija, njegova razvijenost se evaluirala na osnovu njegove efikasnosti u procesuiranju informacija. Evrozona ne zaostaje za SAD i Velikom Britanijom kada se radi o vrednosti ovog indikatora. Zemlje kod kojih cena akcija prenosi najmanje specifičnih informacija o emitentu i njegovom poslovanju su Grčka i Italija. Opšte pogoršanje informativnog sadržaja cena akcija je opaženo u skoro svim zemljama evrozone sa nastupanjem finansijske krize.

Obzirom da ekonomska integracija i finansijski razvoj mogu da pokrenu proces realne konvergencije, po kojem slabije razvijene zemlje po svom nivou bruto domaćeg proizvoda *per capita* teže da ubrzano dostignu najrazvijenije, ispitano je da li se ona realizuje u EU. U tu svrhu je ustanovljena prosečna godišnja stopa rasta BDP *per capita* svake zemlje za period 1950-2009. i dovedena u vezu sa nivoom BDP *per capita* u 1950. god. Veza između ove dve veličine se pokazala negativnom, što potvrđuje odvijanje konvergencije na nivou starih EU članica. Portugal, Španija i Grčka su zemlje koje su najviše iskoristile prednosti realne konvergencije. Uključivanjem novih EU članica u analizu i sužavanjem vremenskog raspona na period 1990-2009. dolazi se do novih opservacija. Prvo, uočava se grupisanje stopa rasta starih članica u uskom rasponu vrednosti, što je indikacija približavanja kraju procesa konvergencije. Drugo, stope rasta novih članica potvrđuju odvijanje konvergencije u analiziranom periodu na njihovom uzorku, s tim što su najveći dobitnici u ovom slučaju Letonija, Poljska i Litvanija. Ova opservacija ukazuje da su se severne nove članice EU bolje pozicionirale u procesu EU

konvergenije u odnosu na centralnoistočne i jugoistočne članice. Iz toga proizlazi da su one brže zatvarale gap u razvijenosti između njih i starih članica, nego one nove članice koje su nama geografski bliže, iako su se obe grupe zemalja početkom perioda nalazile na približno istom nivou razvijenosti. Dešavanje procesa konvergenija u EU je jedna od glavnih privlačnosti pristupanja toj ekonomskoj celini. Zemljama koje teže EU se pruža mogućnost da urede svoje ekonomske sisteme u skladu sa jedinstvenim ortodoksnim pravilima koja počivaju na idejama tržišne privrede i da uživaju ekonomske koristi od bliske saradnje sa zemljama članicama. Ipak, ostaje otvoreno pitanje za debatu da li se konvergenija može dešavati i bez nužnog pristupanja EU, ako je zemlja ekonomski dominantno orijentisana prema ovoj zajednici zemalja.

U meri u kojoj je finansijska integracija determinanta nivoa finansijskog razvoja, ona je zaslužna za efekte koje on proizvodi. Na konceptualnom nivou posmatrano, oba fenomena su zaslužna za evoluciju pet fundamenata finansijskog sistema, a tipološki čine sponu između fundamenata i performansi finansijskog sistema. Na taj način, oba fenomena vrše uticaj na finansijsku efikasnost i finansijsku stabilnost.

Pored esencijalnih, izdvajaju se i prateći efekti finansijske integracije. Sa stanovišta vođenja jedinstvene monetarne politike efikasan i visoko integrisan finansijski sistem je imperativ. Ako je on zadovoljen, onda se monetarni impulsi koje generiše monetarna vlast sa svrhom postizanja svog cilja transmituju linearno na sve njegove delove, što mogu biti zemlje koje čine monetarnu uniju. Napuštanje nacionalnih valuta od strane zemalja evrozone i uvođenje evra neće po automatizmu značiti i perfektnu integraciju njihovih finansijskih sistema. Promena referentne kamatne stope, koja je danas osnovni instrument većine centralnih banaka, kojom se nastoji uticati na komponente agregatne potrošnje i nivo cena aktivira kamatni kanal monetarne politike. Da bi promena referentne stope proizvela efekat na tražnju i cene, pravac monetarne politike mora biti konzistentno transmitovan posredstvom finansijskog sektora na spektrum kamatnih stopa i prinosa. Ukoliko finansijski sektor ne obezbeđuje ravnomernu transmisiju monetarnog impulsa na svim delovima, odnosno među svim zemljama, onda se otvara problem asimetričnog sprovođenja impulsa. Impuls se sprovodi u dva koraka. Prvi korak je indukovana promena tržišnih kamatnih stopa, za koju je pokazano u evrozoni

da nije dovedena u pitanje, a drugi korak reakcija bankarskih stopa na promenu tržišnih stopa. Drugi korak se u evrozoni potvrdio kao diskutabilniji. U većini slučajeva, jedinična promena tržišne kamatne stope nije praćena jediničnom promenom bankarskih stopa, kod kojih je uočena široka varijacija promena po zemljama. Sumarna posledica ovako distorzivnog širenja monetarnog impulsa je da će ista promena u monetarnoj politici proizvesti diferentne efekte u različitim zemljama, što bitno otežava ostvarenje ultimativnog cilja - stabilnosti cena.

Drugi prateći efekat finansijske integracije je kontroverzan po svom uticaju. Sve do sada iznete implikacije integracije navode na zaključak da ona jača finansijsku stabilnost. Integrisan, veći i diversifikovaniji finansijski sistem ima veću sposobnost da podnese štetne ekonomske šokove nego finansijski sistemi pojedinačnih zemalja. Međutim, jačanje veza među finansijskim sistemima može povećati njihovu ranjivost. Autarhičan finansijski sistem je zaštićen od spoljašnjih uticaja, tako da šokovi koji se realizuju u drugim sistemima ne ostavljaju traga na njemu. U blisko povezanim sistemima, sa bogatim spletom prekograničnih relacija, šokovi u bilo kom od njih se brzo transmituju u druge sisteme, što povećava frekvenciju šokova koje svaki sistem mora da apsorbuje.

Aspekti finansijske stabilnosti i integracije relevantni za Srbiju se odnose pre svega na visoki udeo supsidijara evropskih banaka u našem bankarskom sektoru. Prvo, supsidijari raspolažu sa naprednijim sistemom za upravljanje rizicima u odnosu na banke sa domaćim kapitalom. To ih dovodi u poziciju da vrše efikasniju selekciju plasmana i u većem stepenu izbegnu finansiranje neizvesnijih i rizičnijih projekata. Zdraviji kreditni portfolio supsidijara doprinosi finansijskoj stabilnosti, jer smanjuje šanse za izbijanje lokalne finansijske krize. Drugo, supsidijari uživaju veće poverenje deponenata nego domaće banke. Svaki ekonomski poremećaj koji izaziva nestabilnost bi mogao podstaći deponente da povlače depozite iz banaka i time pokrenu navalu na banke, koja se okončava u rasprostranjenoj nelikvidnosti bankarskog sektora i propastima banaka. Verovatnoću ovakvog scenarija obara prisustvo supsidijara u zemlji, jer smanjuje sklonost deponenata ka povlačenju depozita. Treće, prisustvo supsidijara doprinosi stabilizaciji kreditnih tokova. Nedovoljan kapacitet domaćih banaka za

finansiranje privredne aktivnosti se nadomešćuje prilivom kapitala iz inostranstva koji povlače supsidijari. Četvrto, prisustvo supsidijara utiče na ponašanje domaćih banaka koje postaju efikasnije, što doprinosi stabilnosti.

Nasuprot ovih koristi izdvajaju se i opasnosti po finansijsku stabilnost. U prvom redu se izdvaja efekat zaraze. Ukoliko banke matice supsidijara pretrpe velike gubitke, koji su izazvani lošim plasmanima u matičnoj zemlji ili na drugim inostranim tržištima na kojima su aktivne, može doći do smanjenja kreditnih plasmana u Srbiji. Ova vrsta opasnosti se već nadvila nad Srbijom 2008. god. kada je zahvaljujući angažmanu međunarodnih institucija i zaključenju Bečke inicijative sprečen ovakav razvoj događaja. Ipak, mora se imati u vidu da je Inicijativa nastala kao plod odgovora na globalnu krizu. Takvo rešenje bi bilo neprimenljivo u situacijama u kojima se pojavljuju izolovani finansijski problemi pojedinih matičnih banaka. Drugo, supsidijari mogu delovati kao posrednici između velikih lokalnih kompanija i svojih matrica. Kreditna izloženost se tada ne evidentira u bilansu supsidijara, već u bilansu matične banke. Varijacije prekograničnih kredita su mnogo izraženije nego kreditnih plasmana supsidijara. Treće, supsidijari su finansijski, operativno i stručno u prednosti u odnosu na domaće banke. Najbolji domaći klijenti će tokom vremena težiti da migriraju ka supsidijarima. Domaćim bankama će ostati lošiji klijenti koji sa sobom vuku veći kreditni rizik. U težnji da očuvaju svoje tržišno učešće domaće banke se mogu orijentisati ka perifernim klijentima čiji je kreditni rizik najveći. Epilog je pogoršanje kvaliteta kreditnog portfolija domaćih banaka sa povećanjem verovatnoće njihovog bankrotstva. Skoriji primeri ugašenih domaćih banaka, kako u državnom tako i u privatnom vlasništvu, verifikuju realnost ovog argumenta. Četvrto, supsidijari i domaće banke u svojim portfolijima drže isključivo domaću aktivu. Da bi banke bile stabilnije, odnosno da bi njihovi ukupni godišnji prihodi manje varirali, one moraju investirati u inostranstvo. Investicije u inostranstvo obuhvataju kreditiranje inostranih rezidenata ili osnivanje banaka u drugim zemljama. Komercijalna banka je jedina banka u Srbiji koja se pojavljuje kao vlasnik banke u nekoj drugoj zemlji. Time dolazimo do ironične situacije. Finansijska integracija je iz ugla naše zemlje jednosmerna. Dok banke iz drugih zemalja diversifikuju svoj portfolio ulažući u Srbiju, sudbina srpskih banaka ostaje apsolutno vezana za sudbinu srpske privrede. Šokovi u srpskoj privredi ostaju

problem srpskih banaka, dok se šokovi u drugim zemljama mogu preko poslovanja supsidijara preneti u Srbiju. Pri takvoj konstalaciji odnosa, umesto da se ojača finansijska sigurnost, ona se kruni.

Izazov obezbeđenja finansijske sigurnosti i spor napredak u finansijskim integracijama u određenim periodima dovodi do druge hipoteze koja se ispituje u radu. Odvijanje procesa finansijske integracije mora biti svesno usmeravano i aktivno vođeno od strane nosilaca ekonomske i monetarne politike. Istorija finansijske integracije u Evropi potvrđuje ovu tezu. U svakoj dekadi XX veka isticao se jedinstven regulatorno-legislativni napor evropskih zvaničnika usredsređen na ubrzanje finansijske integracije. Dekadu 1960-ih su obeležile inicijative za liberalizaciju kapitalnog dela platnog bilansa, u 1970-im su napori usmereni na bankarsku delatnost, da bi 1980-te donele najkrupnije promene i najdalekosežnije mere prema stvaranju jedinstvenog tržišta finansijskih usluga. Poslednja dekada XX veka je obeležena iščekivanjem velikih rezultata, do kojih ipak nije došlo. Zato je na njenom zalasku donesen novi Akcioni plan za kompletiranje jedinstvenog tržišta finansijskih usluga, koji je bio radni plan za sprovođenje mera u narednih pet godina. U celom posmatranom periodu svaki novi talas napora i mera fokusiranih na finansijsku integraciju se podizao svaki put kada bi se iscrpeli efekti prethodnog.

Mere koje su implementirane su odmeravane tako da se pronade balans između podsticanja prekograničnog plasmana finansijskih usluga i zaštite korisnika usluga. U nekim situacijama je zato izgledalo da mere deluju kao katalizator integracije, a u nekim drugim da su svojevrsna prepreka.

Samostalno delovanje tržišnih učesnika neće samo po sebi dovesti do optimalnog ishoda. Svedočanstvo toga su infrastruktura platnog prometa i trgovanja hartijama od vrednosti. Da su se kreatori politike u Evropi držali po strani, opstala bi do danas fragmetisana struktura u ove dve sfere. Finansijska integracija zahteva ne samo redefinisane pravnog okvira i modifikaciju postojećih mehanizama, već i inauguraciju novih sistema i institucija koji će biti na usluzi svim interesnim stranama.

Harmonizacija i unifikacija nacionalnih propisa u oblasti finansijske delatnosti je bitno doprinela jednakim uslovima poslovanja za provajdere finansijskih usluga u svim zemljama EU. Ipak, osnovna intencija evropskih kreatora ekonomskog ambijenta je da korisnici finansijskih usluga uživaju iste uslove korišćenja finansijskih usluga. U svakoj zemlji cena koju pojedinačni korisnici plaćaju prilikom korišćenja finansijskih usluga varira. Evropski kreatori nemaju nameru da to promene. Njihov pravi cilj je da prosečne cene finansijskih usluga, posmatrano po zemljama, ne odstupaju previše jedna od druge.

Važan deo rada je koncentrisan na ispitivanje dostignutog nivoa integracije u evrozoni i zemljama istočne Evrope. Analiza je prilagođena pojedinačnim segmentima finansijskog tržišta. Dovoljno širok vremenski okvir analize omogućava izvođenje generalnog trenda, identifikovanje perioda ubrzavanja ili usporavanja integracije, ali i nazadovanja.

Tržište novca u evrozoni je primer uspešne integracije. U periodu koji je prethodio uvođenju evra prosečne nacionalne kamatne stope na nekolateralizovane kredite nisu bile preterano bliske. Približavanje datumu uvođenja evra je ubrzalo konvergenciju kamatnih stopa. Standardna devijacija stopa na prekonoćne kredite se od 1999. god. do 2007. god. nalazila u rasponu 1-3 bazna poena, što su vrednosti koje odgovaraju potpuno integrisanom tržištu. Još povoljniji razvoj događaja se opaža kod kredita sa rokom dospeća od jednog i dvanaest meseci kod kojih standardna devijacija oscilira oko 1 baznog poena. Iskustvo tržišta novca pokazuje koliko je važno da se za integraciju svakog segmenta finansijskog tržišta odmeri i koristi najdelotvorniji instrument. U slučaju tržišta novca to je monetarna integracija. Nažalost, tržište koje se prvo u potpunosti integrisalo bilo je prva žrtva krize bez presedana u istoriji ekonomske integracije u Evropi.

Kriza pokazuje pojavu inverznog odnosa između standardne devijacije i nivoa prometa na tržištu, jer sa padom prometa devijacija raste. Pored toga, utvrđeno je da se manje banke u novim uslovima više orijentišu na transakcije sa bankama iz svoje zemlje, dok se u prekograničnim transakcijama pojavljuju uglavnom veće banke. Jenjavanju krize bitno su doprinele akcije i programi koje je implementirala Evropska centralna banka. U

trenutku kada je izgledalo da je kriza uspešno prevaziđena, nastupio je novi udar oličen u krizi javnih finansija perifernih zemalja evrozone 2010. god. U novom talasu krize gubi se veza između standardnih devijacija stopa na nekolateralizovane kredite različitih ročnosti. Daje se dvojako objašnjenje navedene desinhronizacije mera disperzije. Jedno apostrofira prevagu rizika likvidnosti nad kreditnim rizikom, a drugo način raportiranja stopa na osnovu kojih se utvrđuje standardna devijacija. Kretanje standardnih devijacija daje povoda za tvrdnju da je kriza suverenog duga imala razornije dejstvo na integraciju tržišta novca nego svetska finansijska kriza.

Posebno volatilna je bila devijacija kod prekonoćnih kredita. Strepnje o bankrotstvu perifernih država evrozone i mere ECB-a su upravljale njenim kretanjem od 2010. god. Potonje mere su stvorile distorziju u oceni integracije tržišta novca, jer su u sistem unele toliku količinu likvidnosti da je promet na tržištu novca oštro pao. Sa tržišta novca su se povukle banke kojima je likvidnost bila najviše potrebna. To je posledično relaksiralo pritisak na rast devijacije stopa. ECB se u tom periodu nametnula kao alternativa strani ponude na regularnom tržištu novca. Ipak, sa istekom trajanja mera ECB -a očekuje se da tržište novca povрати svoju punu funkcionalnost, a sa oporavkom javnih finansija zemalja u krizi i pređašnji nivo integracije.

Standardna devijacija kamatnih stopa na kolateralizovane kredite sa rokom dospeća od jednog i dvanaest meseci upućuje na potpunu integrisanost u periodu 2002-2008. god. Skok standardne devijacije koji je potom nastupio je bio skoro dvostruko manji nego kod nekolateralizovanih kredita. To se pripisuje sigurnosti koju kolateral uliva zajmodavcima, a što relativizuje značaj kreditnog rizika zajmoprimaca. Takođe, povratak standardne devijacije pretkriznim vrednostima je bio brži nego kod nekolateralizovanih kredita. U analizi se ističe rizik korelacije. Po njemu, repo stopa je veća ukoliko banka iz neke zemlje kao kolateral prilaže državne obveznice koje je emitovala njena matična zemlja, što doprinosi rastu standardne devijacije.

Obračun kvantitativnih indikatora sa tržišta novca je pokazao bitne razlike u aktivnostima banaka na tržištu novca u zavisnosti od grupe zemalja kojoj pripadaju. Zemlje su razvrstane na dve grupe prema kriterijumu izloženosti fiskalnoj krizi. Banke

iz zemalja zahvaćenih fiskalnom krizom su do krize bile više usmerene na uzimanje nekolateralizovanih kredita, da bi u krizi primat preuzeli kolateralizovani kredit. U zemljama koje nisu zahvaćene krizom banke su od početka bile više naklonjene zaduživanju preko kolateralizovanih kredita. U tim zemljama banke su bolje iskoristile prednosti brze integracije tržišta novca jer je njihova zaduženost rasla brže nego kod banaka iz zemalja zahvaćenih krizom.

Prema kriterijumu rezidentnosti druge strane u transakciji na tržištu novca opet se ističe raslojavanje na dve grupe zemalja. U zemljama zahvaćenim krizom od početka posmatranog perioda preovlađuju domaći transaktori, čiji udeo je opadao do krize, da bi se tada trend obrnuo i njihov udeo počeo da raste. Na drugom mestu se nalaze transaktori iz evrozone. U drugoj grupi zemalja potonji transaktori dominiraju od početka, a zapažen je i udeo transaktora izvan evrozone što ukazuje da njihove banke preferiraju transakcije iz sigurnijih i fiskalno stabilnijih zemalja.

Specifičan uticaj na proces integracije tržišta novca u budućnosti će imati okruženje niskih kamatnih stopa i nulta vrednost kamatne stope na depozitne olakšice ECB-a. Sprovedena je analiza kretanja спреда između EONIA-e i kamatne stope na depozitne olakšice. Na duži rok višak likvidnosti doprinosi sužavanju ovoga спреда, ali se prilagođavanje na novo stanje likvidnosti u sistemu odvija relativno sporo. Kontrakcija спреда može stimulisati kreditiranje graničnih banaka u potrazi za višim prinosima što povoljno utiče na integraciju tržišta, konvergenciju kamatnih stopa i podsticanje prekograničnih transakcija.

Države evrozone se od uvođenja evra nadmeću za naklonost zajedničke baze investitora. Udeo nerezidenata u ukupnoj vrednosti emitovanih državnih hartija od vrednosti zemalja evrozone kontinuelno raste. Integracija tržišta državnih obveznica doprinosi njegovoj transparentnosti, efikasnosti, likvidnosti i padu troškova zaduživanja. Među državnim obveznicama izdvajaju se one sa rokom dospeća od deset godina čije tržište je najlikvidnije. Generalni indikator razvoja integracije tržišta državnih obveznica je standardna devijacija спреда u prinosima. Dobijena disperzija спреда u prinosima je po očekivanju viša nego disperzija kamatnih stopa na tržištu

novca. Ipak, dotična disperzija je bila stabilna i signalizirala visok nivo integracije u periodu pre krize. Ovaj indikator je pouzdan samo kada se iz prinosa u nivou ukloni premija za rizik. Do krize su kreditni rejtnzi, kao kvalitativne ocene kreditne sposobnosti, država evrozone bili veoma bliski. Odatle proizlazi da su te zemlje činile homogenu celinu. Međutim, sa nastupanjem krize to više nije slučaj, pa se to potkrepljuje vezom između kretanja spreda u prinosima i CDS spreadova.

Drugi obračunati indikator integracije tržišta državnih obveznica je beta koeficijent desetogodišnjih obveznica. Zaključno sa 2008. god. njegova vrednost kod svih analiziranih zemalja se kretala oko jedinice, što podupire zaključak o visokom nivou integracije izveden na bazi kretanja spreda u prinosima. Pored regularnog beta koeficijenta obračunat je i korigovani beta koeficijent pri čijoj kalkulaciji su uzete u obzir razlike u kreditnom rejtingu zemalja. Korigovani beta koeficijent stvara povoljniju sliku o integraciji u periodu krize nego regularni beta koeficijent, ali je već opaženo nazadovanje u integraciji po nastupanju krize nesporno potvrđeno. Ovi rezultati ukazuju da su vesti i događaji svojstveni pojedinačnim zemljama zauzeli u skorije vreme važnije mesto u determinisanju prinosa državnih obveznica.

Tržište korporativnih obveznica u evrozoni je bilo u snažnom usponu od uvođenja evra. Sve kategorije emitenata obveznica su doprinele jakom rastu neto emisije obveznica. U svrhu ocene integracije ovog tržišta korišćen je pristup dekomponovanja spreda u prinosima. Analiza je pokazala da uprkos uzimanju u obzir boniteta emitenta, likvidnosti i roka dospeća obveznice, kao i poslovne delatnosti emitenta, u spreadu prinosa preostaje jedan deo koji se pripisuje zemlji porekla emitenta. Veličina parametara uz veštačke promenljive za zemlje nije u ekonomskom smislu velika, iako je statistički značajna, što upućuje na zadovoljavajući nivo integracije. Ovaj parametar je negativan za Nemačku i Francusku, dok je uglavnom pozitivan za Španiju i Italiju. Mera disperzije ocene parametara strmoglavo raste sa nastupanjem krize i ukazuje da zemlja porekla emitenta dobija na značaju kao deo spreda u prinosima, dok nivo integracije opada. Na kraju, ocenjena regresija objašnjava u proseku pre krize oko 40% ukupnih varijacija spreda u prinosima, pri čemu kao objašnjavajući faktor prednjači kreditni rejting, dok je važnost efekta zemlje minorna.

Razvoj tržišta finansijskih derivata za zaštitu od kreditnog rizika se može iskoristiti za izvođenje drugog indikatora integracije - disperzije premija na petogodišnje CDS-ove. Izborom kompanija čije premije na CDS-ove se prate kontrolišu se faktori kreditnog rizika i delatnosti emitenta koji utiču na prinose. Kao i kod drugih mera disperzije, visoka vrednost indicira niži nivo integracije i obrnuto. Disperzija nacionalnih CDS premija u bankarskom i telekomunikacionom sektoru je bila uzorno niska pre krize. U toku krize disperzija CDS premija u bankarskom sektoru brže raste i sporije opada nego u telekomunikacionom. Pošto se tekuća disperzija nalazi na povišenom nivou u odnosu na pretkrizni nivo zaključuje se da je integracija narušena u oba sektora. Interesantno je i zapažanje da premije na CDS-ove reaguju brže na promenu kreditne sposobnosti emitenta nego prinosi na tržištu obveznica, što ide u prilog funkcionalnosti tržišta CDS-ova.

Indikatori zasnovani na cenama i vestima su veoma responzivni na aktuelna dešavanja na tržištu, zbog čega gotovo promptno signaliziraju promenu nivoa integracije. Kvantitativni pokazatelji nisu toliko responzivni. Njihove promene zahtevaju nešto duže vreme, pa je tako i sa kvantitativnim indikatorima tržišta korporativnih obveznica. Jedan od njih je promena strukture portfolija dužničkih hartija od vrednosti MFI. Agregatno gledano, do sredine 2006. god. udeo hartija koje emituju nedomililni subjekti iz evrozone, nefinansijska preduzeća i države, u ukupnom portfoliju raste i na vrhuncu prelazi granicu od 40%. Od tada trend se obrnuo. Gledano po zemljama, Nemačka, Francuska, Belgija, Irska i Holandija u svojim portfolijima drže najviše ovih hartija. Ukupan portfolio karakteriše veće učešće državnih nego obveznica nefinansijskih preduzeća nerezidenata iz evrozone, da bi se u 2011. god. ovaj odnos obrnuo. Paralelno sa padom udela hartija nerezidenata iz evrozone, pada i udeo hartija nerezidenata izvan EU. Izdvojeno je analizirana struktura portfolija obveznica koje emituju MFI. Agregatno, udeo obveznica koje su emitovale nerezidentne MFI u ukupnom portfoliju opada sa 31,2% u 2006. na 22,8% u 2012. Ovaj pad je manje oštar u odnosu na pad udela ostalih dužničkih hartija. Među zemljama sa najvećim udelom izdvajaju se Belgija, Holandija, Irska i Grčka.

Drugi kvantitativni indikator prati promenu strukture portfolija investicionih fondova. Od 2000. god. do 2011. god. u portfoliju preovladavaju dužničke hartije nerezidenata iz evrozone. Ovaj rast se najvećma duguje padu udela domaćih hartija, dok je udeo hartija rezidenata izvan evrozone bio manje više stabilan. Upravo ove poslednje hartije preuzimaju primat od 2011. god. što i na primeru institucionalnih investitora, pored bankarskog sektora, potvrđuje opservaciju o segmentaciji tržišta korporativnih obveznica u skorije vreme.

Mere disperzije nacionalnih indeksa akcija same po sebi nisu pogodne za ocenu integracije tržišta akcija. Zato se koriste kvantitativni i indikatori zasnovani na vestima. Na tržištu akcija se pažnja prvenstveno usredsređuje na faktore koji izazivaju promenu cena akcija. Integrisanije tržište podrazumeva veći uticaj zajedničkih vesti na kretanje nacionalnih indeksa akcija. Prema pokazatelju osetljivosti lokalne stope prinosa na akcije na vesti iz evrozone nivo integrisanosti konstantno raste od 1970-ih i približava se teorijski idealnoj vrednosti od 1 koja implicirala potpuni prenos šoka. Sa druge strane, od kraja 1990-ih opada osetljivost na vesti iz sveta da bi kriza iz razumljivih razloga povećala ovu osetljivost. Utisak o visokoj integraciji tržišta akcija u evrozoni upotpunjuje i drugi pokazatelj - racio varijanse. Visok udeo varijacija u lokalnoj stopi prinosa koji je objašnjen vestima iz evrozone i opadajući udeo varijacija koji se objašnjava lokalnim vestima jasno upućuju na jačanje evropskog pravca integracije. Globalne vesti ostaju važne za varijaciju prinosa, ali u umerenim granicama. Jedina promena kratkotrajnog karaktera koja može uvećati procenat varijacija lokalnih prinosa objašnjen globalnim vestima su snažni globalni šokovi negativnog karaktera, što je opaženo u poslednjem analiziranom podperiodu. Ipak, porast racia varijanse za vesti iz sveta nije postignut nauštrb racia vesti iz evrozone, već lokalnih vesti. Tržište akcija prema ovim pokazateljima je jedini segment finansijskog tržišta koji je odoleo dezintegracionom izazovu u kriznom periodu.

Kvantitativni indikatori takođe afirmišu višegodišnji napredak u integraciji i njenu rezistentnost ka smanjenju u uslovima krize. Udeo akcija iz druge zemlje evrozone u portfoliju akcija rezidenata evrozone signifikantno raste od početka 2000-ih i u 2011. god. prelazi granicu od 40%. Pored toga, zapaža se da su zemlje evrozone zahvaćene

krizom u kritičnom periodu reagovala tako što su osetno povećale udeo akcija iz drugih zemalja evrozone. Deo profesionalnih investitora iz evrozone - investicioni fondovi - nije na pravi način prilagodio strukturu svog portfolija akcija trendu integracije. U njemu dominiraju akcije iz zemalja izvan evrozone. Posmatrajući duži vremenski period primećuje se da su ovi fondovi prilično nefleksibilni u smislu promene strukture portfolija prema kriterijumu geografskog porekla emitenta. Nažalost, na kraju perioda opaža se njihovo dezintegraciono ponašanje kao odgovor na krizu kada opada udeo akcija čiji emitenti pripadaju evrozoni, a raste udeo akcija emitenata izvan evrozone.

Najširi i najdalekosežniji uticaj na ekonomiju evrozone ima integracija tržišta bankarskih usluga. Analiza njegove integracije je sistematizovana prema vrsti bankarskih klijenata i zasnovana na obračunu regularnih indikatora i pomoćnih indikatora koji omogućuju sticanje potpunijeg uvida u stanje integracije. Ispitivanje kamatnih stopa na kredite preduzećima je pokazalo da:

1. u periodu pre krize kod kratkoročnih kredita nema promena u disperziji kamatnih stopa,
2. u periodu pre krize kod velikih dugoročnih kredita disperzija stopa opada, a kod malih dugoročnih raste.
3. disperzija stopa kod malih kratkoročnih kredita je konstantno veća nego kod velikih kratkoročnih kredita,
4. odnos između disperzije stopa na male i velike dugoročne kredite se menja tokom vremena,
5. u periodu krize raste jaz između disperzija na velike i male kratkoročne kredite što ukazuje da su mala i srednja preduzeća više pogođena krizom od velikih preduzeća.

Dodatni uvid u stanje integracije tržišta kredita za preduzeća se stiče na osnovu dva pomoćna indikatora, pri čijem obračunu se zemlje razvrstavaju na dve grupe prema izloženosti krizi:

1. spread između prosečnih kamatnih stopa u zemljama zahvaćenim krizom i pošteđenih krize je prisutan tokom celog analiziranog perioda, s tim da se u krizi značajno širi,

2. apsolutni nivo prosečne kamatne stope u evrozoni u krizi pada ispod nivoa pre krize,
3. u periodu pre krize stopa rasta obima kredita u zemljama zahvaćenim krizom je višestruko veća nego kod zemalja pošteđenih krize, a situacija se obrće u krizi kada stopa rasta u prvim zemljama postaje negativna.

Poslednji zaključak relativizira blago nepovoljan utisak o integraciji koji proističe iz kretanja četiri mere disperzije. Premda postoje istrajne razlike u prosečnim nacionalnim stopama, one nisu delovale restriktivno na zadovoljenje tražnje za kreditima u zemljama zahvaćenim krizom u pretkriznom periodu.

Kod razmatranja kamatnih stopa sektora stanovništva izdvajaju se sledeća zapažanja vezana za integraciju:

1. disperzija stopa na potrošačke kredite se izdvaja po svojoj visini, dok je disperzija na stambene kredite niža i uporediva sa disperzijom stopa na kredite preduzećima,
2. kretanje sve tri razmatrane disperzije ne ukazuje da nivo integracije raste, dok se uticaj krize u veoma blagoj formi oseti samo na disperziji stopa na stambene kredite,
3. mere apsolutne disperzije pasivnih kamatnih stopa indiciraju trajno povećanje disperzije nakon krize.

Beta konvergencija i praćenje promena u kreditnoj politici i standardima banaka daju korisne informacije o integraciji tržišta bankarskih usluga:

1. sve četiri obračunate beta konvergenције su negativne što ukazuje na prisustvo konvergenције kamatnih stopa u zemljama evrozone,
2. najnižu vrednost beta koeficijenta u proseku imaju veliki krediti preduzećima, što znači da je konvergencija stopa kod njih najbrža,
3. vrednost beta koeficijenta je kod preduzeća u proseku niža nego kod sektora stanovništva, iz čega proishodi zaključak o bržoj konvergenciji njihovih stopa,
4. interpretacije obračunatih mera disperzije kamatnih stopa i beta koeficijenata su međusobno usklađene i upućuju na iste zaključke,

5. u periodu pre krize na delu je bilo neto ublažavanje kreditnih standarda na kredite preduzećima koje je bilo izraženije u zemljama koje su pošteđene krize,
6. u periodu krize dolazi do snažnog neto pooštavanja kreditnih standarda na kredite preduzećima koje je više izraženo u zemljama zahvaćenim krizom,
7. u fazi krize suverenog duga dolazi do neto pooštavanja kreditnih standarda na kredite preduzećima u krizom zahvaćenim zemljama i njihovog neto ublažavanja u zemljama pošteđenih krize, što je obeležje jake segmentacije tržišta,
8. raspon neto razlike dve grupe zemalja je širi kod stambenih kredita nego kod kredita preduzećima, što upućuje na jaz u pristupu stambenim kreditima za građane različitih zemalja,
9. promena neto razlike u vremenu je zanemarljiva kod stambenih kredita u zemljama koje nisu zahvaćene krizom, a neto pooštavanje standarda u doba krize je minimalno, što pokazuje koliki značaj banke pridaju ovom proizvodu koji je ishodište sveobuhvatnijeg podmirivanja potreba za bankarskim uslugama klijenta.

Kvantitativni indikatori integracije tržišta bankarskih usluga prate prekograničnu aktivnost banaka. Iz njihove analize proizlaze sledeće opservacije:

1. prekogranična aktivnost banaka iz evrozone usmerena prema drugim zemljama evrozone je u apsolutnom i relativnom izrazu trivijalna, ali je prisutan trend rasta udela kredita odobrenih privrednim subjektima iz druge zemlje evrozone,
2. prekogranično kreditiranje MFI iz druge zemlje evrozone je daleko razvijenije od prekograničnog kreditiranja privrednih subjekata, a isto zapažanje se odnosi na kreditiranje MFI iz zemalja EU koje ne pripadaju evrozoni,
3. sa razvojem krize prekogranična aktivnost se povlači i ustupa mesto lokalnoj kreditnoj aktivnosti,
4. analiza portfolija sačinjenog od obveznica koje su emitovale MFI pokazuje istaknut udeo hartija koje su emitovale MFI iz druge zemlje evrozone, mada je kriza sklonost ka ovim obveznicama okrnjila, što se ne može reći za udeo obveznica koje su emitovale MFI iz zemalja EU koje ne pripadaju evrozoni.

Opšti zaključak nakon analize seta indikatora integracije tržišta bankarskih usluga u evrozoni je da je tržište većinom fragmentirano i da je izvestan napredak u integraciji u pretkriznom periodu poništen razvojem događaja u krizi. Evidentno je da su prepreke kako na strani ponude tako i na strani tražnje za bankarskim uslugama još uvek previše krupne da bi se mogao očekivati brži i znatniji napredak u integraciji.

Prirodna ekonomska tendencija zemalja Istočne Evrope je da razvijaju ekonomske odnose sa zemljama Zapadne Evrope. Ranije iskustvo ovih zemalja je pokazalo da razvijanje ovih odnosa ne mora obuhvatati i finansijsku sferu, zbog čega su u prošlosti ove zemlje imale autarhične finansijske sisteme. Međutim, težnja istočnoevropskih zemalja za dostizanjem ekonomskih performansi zemalja EU se prenosi i na njihov finansijski sektor. Ove zemlje nastoje da modernizuju i unaprede svoje finansijske sisteme u čemu neizostavnu ulogu ima proces finansijske integracije. Poslednju dekadu XX veka obeležila je temeljna reforma njihovih finansijskih sektora. Proces finansijske integracije obeležava XXI vek. Ispitivanje evropske finansijske integracije istočnoevropskih zemalja u poslednjih petnaest godina je podeljeno na dva dela. U prvom delu se razmatra integracija finansijskih tržišta, a u drugom delu integracija tržišta bankarskih usluga. Rezultati analize prvog dela se mogu sažeti u sledećim tačkama:

1. tržište novca pokazuje impresivnu konvergenciju u posmatranom periodu,
2. nepovoljan uticaj finansijske krize na tržište novca je bio blaži i kratkotrajniji nego u evrozoni,
3. ročni segmenti tržišta novca koji prednjače u integraciji su prekonoćni i dvanaestomesečni,
4. tržišta novca istočnoevropskih zemalja su više integrisana međusobno nego sa evrozonom,
5. tržišta državnih hartija od vrednosti su najrazvijeniji segment tržišta hartija od vrednosti,
6. spread u prinosima državnih hartija je najniži kod Češke, a najviši kod Mađarske, Poljske i Rumunije,

7. disperzija spreada u prinosima pokazuje da je nivo integracije relativno konstantan u vremenu, sa izuzetkom perioda 2009-2011. kada dolazi do dezintegracije,
8. beta koeficijent pojedinačnih zemalja ukazuje na veliku diferencijaciju među analiziranim zemljama, pri čemu se najbolje kotiraju Češka, Poljska i Mađarska zbog više prosečne vrednosti koeficijenta,
9. u proseku vrednosti beta koeficijenta su bliže nuli nego jedinici što upućuje na nizak nivo integracije tržišta državnih hartija,
10. negativna vrednost beta koeficijenta je čest slučaj, što ukazuje na divergenciju, a njegova učestalost raste sa pojavom krize,
11. prema pokazatelju racia varijanse zemlje se mogu razvrstati na dve grupe od po pet zemalja, pri čemu iznadprosečnu vrednost racia ima grupa sastavljena od: Češke, Poljske, Bugarske, Slovenije i Slovačke,
12. spread u prinosima i beta koeficijent kod određenih zemalja upućuju na oprečne zaključke u pogledu nivoa integrisanosti sa tržištem državnih hartija u evrozoni.

Sumarno, ovi rezultati sugerišu da se nacionalna tržišta novca prilično ubedljivo inkorporišu u tržište novca evrozone, dok tržišta državnih hartija ne uspevaju da prate uspeh tržišta novca. Kod tržišta državnih hartija evidentan je uticaj varijacija u sistematskom riziku među zemljama, što otežava integraciju ovog segmenta tržišta.

Najdinamičniji segment u integraciji tržišta finansijskih usluga istočnoevropskih zemalja je sektor bankarskih usluga. Posmatrano prema udelu banaka osnovanih prema zakonima zemalja Istočne Evrope čiji osnivači su zapadnoevropske banke, bankarski sistemi u Istočnoj Evropi su skoro perfektno integrisani. Ipak, poreklo osnivača finansijskih institucija za sada ne figurira kao potencijalni indikator nivoa integracije, već samo kao strukturna karakteristika nacionalnih bankarskih sistema. Zato je u radu sprovedena opsežna analiza bankarskih sektora dotičnih zemalja, sa ciljem ispitivanja ujednačenosti uslova korišćenja bankarskih usluga između navedenih zemalja i zemalja evrozone. Opšte karakteristike procesa finansijske integracije bankarskog sektora koje proizlaze iz analize su:

1. kamatne stope na potrošačke kredite konvergiraju brže od drugih stopa,

2. brzina konvergencije stopa na potrošačke kredite ima kontroverznu dinamiku, u susret krizi brzina konvergencije opada da bi sa nastupom krize došlo do njenog ubrzanja,
3. kamatne stope na stambene kredite konvergiraju, brzina konvergencije je niža nego u evrozoni, ali dolazi do njenog ubrzanja u poslednjih pet godina,
4. kamatne stope na oročene depozite građana konvergiraju, dinamika brzine konvergencije je slična kao kod stambenih kredita, ali za nijansu sporija,
5. kamatne stope na oročene depozite divergiraju u periodu izbijanja krize, što ukazuje na izvesno kašnjenje u prelivanju krize iz evrozone u analizirane zemlje,
6. kamatne stope na kratkoročne kredite preduzećima i njihova prekoračenja po tekućem računu i ost. konvergiraju, ali je brzina konvergencije izraženo sporija nego u evrozoni,
7. ispitivanje uticaja finansijske krize na brzinu konvergencije kamatnih stopa je pokazalo statistički značajno ubrzanje posle krize kod potrošačkih kredita i usporavanje kod ostalih vrsta kredita i oročenih depozita koje ipak nije statistički značajno,
8. ocenjena panel regresija za ceo period pokazuje da je brzina konvergencije kamatnih stopa najveća kod prekoračenja po tekućem računu i ost, da za njom blago zaostaje brzina konvergencije potrošačkih kredita i da je ona najniža kod oročenih depozita,
9. obračun kvantitativnih indikatora koji su korišćeni u evrozoni nije izvodiv, jer u portfolijima banaka ne figuriraju potraživanja prema inostranim nefinansijskim preduzećima,
10. analiza ino-zaduženosti banaka i nefinansijskih preduzeća iz istočnoevropskih zemalja pokazuje da geografska distanca i istorijsko nasleđe determinišu zemlju porekla izvora finansiranja.

Poseban informativni sadržaj sa sobom nosi odsečak regresije beta konvergencije. Njegova interpretacija je vezana za sistematske karakteristike zemalja koje vode opstajanju razlika u kamatnim stopama u nivou, odnosno ometaju potpunu konvergenciju kamatnih stopa. Usredsređivanjem pažnje na ocenjene odsečke za Srbiju za pet bankarskih proizvoda dolazi se do sledećih zapažanja:

1. samo kod stambenih kredita ocena odsečka nije statistički različita od nule, što se pripisuje državnom programu subvencionisanja kamatnih stopa,
2. ocenjene vrednosti svih odsečaka su pozitivne, što indicira postojanje bitnih razlika u institucionalnim i drugim generalnim faktorima između Srbije i zemalja evrozone zbog čega su naše kamatne stope konzistentno iznad referentnih iz evrozone,
3. najveća ocenjena vrednost odsečka se javlja kod potrošačkih kredita,
4. upoređujući ocenjene vrednosti odsečka kod oročenih depozita u svim zemljama po svojoj veličini na prvom mestu se nalazi vrednost odsečka u Srbiji, što se pripisuje spletu faktora koji su pomogli održavanju kamatnih stopa na povišenim nivoima,
5. analiza dugoročnih sistematskih razlika u kamatnim stopama pokazuje da se ona kreće u rasponu od 1,54 procentna poena kod oročenih depozita do 9,28 procentnih poena kod potrošačkih kredita.

Preostali značajni rezultati analize odsečka regresije vezani za ostale zemlje su:

1. Slovenija je zemlja koja ima najniže vrednosti odsečaka, a samo je odsečak kod kratkoročnih kredita preduzećima statistički značajan iz čega proizlazi da između karakteristika opšteg ekonomskog okruženja u Sloveniji i evrozoni nema izraženih razlika,
2. Češka i Estonija prema vrednostima svojih odsečaka pokazuju zavidan stepen integracije i odsustva supstancijalnih razlika između njihovog ekonomskog okruženja i evrozone, dok Rumunija, Bugarska i Mađarska pokazuju oštru diferenciranost i otklon od evrozone,
3. Hrvatska pokazuje veći stepen segmentacije kada se radi o kreditima za preduzeća, a blaži kada se radi o kreditima i depozitima građana,
4. Makedonija od republika bivše Jugoslavije ispoljava najviši stepen neusklađenosti sa ekonomskim okruženjem evrozone, dok se Bosna i Hercegovina kotira nešto bolje od Srbije obzirom da odsecci kod potrošačkih kredita i oročenih depozita nisu statistički značajni.

Ukupna analiza integracije tržišta bankarskih usluga pokazuje upadljive razlike u brzini konvergencije različitih bankarskih kamatnih stopa i među zemljama po pitanju

bliskosti distinktivnih karakteristika njihovog ekonomskog okruženja sa okruženjem evrozone. Na primeru Srbije je pokazano koliko snažno određene lokalne specifičnosti i ponašanja ekonomskih subjekata mogu uticati na tržišnu segmentaciju. Sa jedne strane, oni mogu doprineti saobraznosti lokalnog ekonomskog okruženja sa okruženjem evrozone što znači da na dugi rok neće biti prisutne dugoročne kamatne razlike. Međutim, oni mogu predstavljati inherentne karakteristike lokalnog ekonomskog okruženja koje ga udaljavaju od sistema evrozone i vode povećanju dugoročnih kamatnih razlika.

Analiza pokazuje da se značaj članstva u Evropskoj Uniji kada se radi o integraciji tržišta bankarskih usluga precenjuje. Mnoge zemlje koje su već članice EU zadržavaju pristojnu distancu između strukturnih karakteristika svog i ekonomskog okruženja referentne zemlje evrozone. Sa druge strane, neke zemlje kandidati za članstvo u EU uspevaju da postignu veći uspeh i upodobe svoje okruženje tako da se ne razlikuje suštinski od onog u referentnoj zemlji evrozone, pa iako konvergencija kamatnih stopa nije još uvek u njima izvedena do kraja izvesno je da će do nje u jednom trenutku doći.

Nerealno je očekivati da razlika u nivou bankarskih kamatnih stopa između starih, novih i budućih članica EU naprečac nestane. Određena razlika će uvek postojati. Važno je da ona ne bude neodmereno velika i da se deo razlike koji je otkloniv eliminiše kroz proces konvergencije. Zapadnoevropske banke su se približile istočnoevropskim klijentima, ali im nisu približile uslove kreditiranja koje nude svojim domicilnim klijentima. Ulazak na istočna tržišta ove banke tretiraju kao rizičan projekat koji mora odbaciti posebnu premiju, a ona verovatno čini deo dugoročne kamatne razlike.

Konvergenciju kamatnih stopa mogu ubrzati ekonomski prosperitet i makroekonomska i finansijska stabilnost. Sve akcije koje podižu nivo zaštite poverilaca i rešavaju informacione probleme na istočnim tržištima mogu podstaći konvergenciju. Jednostavnija uspostava založnog prava, javna evidencija predmeta zaloge i efikasniji dolazak u posed kolaterala i njegova prodaja obaraju rizik kreditiranja i vode približavanju nivoa kamatnih stopa. Uspostavljanje kreditnih biroa i generisanje pouzdanih informacija o zaduženosti klijenata i njihovoj kreditnoj istoriji takođe

predstavljaju institucionalnu promenu koja doprinosi bržoj konvergenciji. Vladavina prava i poštovanje ugovora temeljno reformišu ambijent u kojem funkcionišu banke i ubrzavaju konvergenciju.

Zapravo, naponi koji se ulažu u unapređenje opšteg bankarskog okruženja i institucionalnog okvira u Istočnoj Evropi nisu motivisani pospešivanjem procesa konvergencije. Istinska namera je inauguracija efikasnijeg, pravednijeg i stabilnijeg sistema koji će pogodovati i bankama i njihovim klijentima i pružiti im osnove za dugoročnu satisfakciju uzajamnim odnosom, a klijentima obezbediti i osećaj ravnopravnosti i izjednačenosti sa rezidentima razvijenih zemalja.

LITERATURA

1. Abiad, Abdul, Daniel Leigh, Ashoka Mody (2009), "Financial Integration, capital mobility, and income convergence", *Economic Policy*, Vol. 24, Issue 58, 241-305.
2. Adam, Klaus, T. Jappelli, A.M. Menichini, M. Padula, M. Pagano (2002), "Analyse, Compare and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union", Report to the European Commission.
3. Adjaoute, Kpate, Jean-Pierre Danthine (2003), "European Financial Integration and Equity Returns: A Theory-based Assessment", u Gaspar, Vitor, Philipp Hartman, Olaf Sleijpen (Eds), *The transformation of the European Financial System*, The Second ECB Central Banking Conference, 185-247.
4. Aghion, Philippe, Peter Howitt, David Mayer-Foulkes (2005), "The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 120, Issue 1, 173-222.
5. Ahearne, Alan, William Grier, Francis Warnock (2004), "Information costs and home bias: an analysis of US holdings of foreign equities", *Journal of International Economics*, Vol. 62, Issue 2, 313-336.
6. Aizenman, Joshua, Reuven Glick (2009), "Sterilization, Monetary Policy and Global Financial Integration", *Review of International Economics* 17, 777-801.
7. Akhavein, Jalal, Allen Berger, David Humphrey (1997), "The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from a Bank Profit Function", *Review of Industrial Organization*, Vol. 12, Issue, 95-139.
8. Allen, Franklin (Ed.) (2011), "Cross Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies", Centre for Economic Policy Research.
9. Allen, Franklin, Douglas Gale, (1997), "Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing", *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 3, 523-546.
10. Allen, Franklin, Wei-Ling Song (2005), "Financial Integration and EMU", *European Financial Management* 11, 7-24.
11. Altunbas, Yener, David Marques (2008), "Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities", *Journal of Economics and Business*, Vol. 60, Issue 3, 204-222.
12. Altunbas, Yener, E.P.M. Gardener, P. Molyneux, B. Moore (2001), "Efficiency in European banking", *European Economic Review*, Vol. 45, Issue 10, 1931-1955.
13. Altunbas, Yener, Philip Molyneux (1996), "Economies of scale and scope in European banking", *Applied Financial Economics*, Vol. 6, Issue 4, 367-375.
14. Angeloni, Ignazio, Anil Kashyap, Benoît Mojon (2003), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press.
15. Angeloni, Ignazio, Michael Flad, Francesco Paolo Mongelli (2005), "Economic and Monetary Integration of the New Member States", ECB Occasional Paper Series No. 36.
16. Armstrong, Harvey, V. Balasubramanyam, Mohammed Salisu (1996), "Domestic savings, intra-national and intra-European Union capital flows 1971-1991", *European Economic Review*, Vol. 40, Issue 6, 1229-1235.
17. Arrow, Kenneth (1965), *Aspects of the theory of risk-bearing*, Yrjö Jahnssonin Säätiö.
18. Artus, Patrick (2013), "Original sin: Exchange rate risk and default risk", Natixis, Working Paper No. 1/2013.
19. Ayadi, Rim (2011), "Integrating Retail Financial Markets in Europe - Between Uncertainties and Challenges", Centre for European Policy Studies.
20. Ayadi, Rym, David Llewellyn, Reinhard Schmidt, Emrah Arbak, Willem Pieter De Groen (2010), "Investigating diversity in the banking sector in Europe - key

- developments, performance and role of cooperative banks*", Centre for European Policy Studies.
21. Ayadi, Rym, Emrah Arbak, Willem Pieter de Groen (2012), "*Regulation of European banks and business models: Towards a new paradigm*", Centre for European Policy Studies.
 22. Ayadi, Rym, Reinhard Schmidt, Santiago Carbo Valverde (2009), "*Investigating diversity in the banking sector in Europe - the performance and role of savings banks*", Centre for European Policy Studies.
 23. Babeau, Andre, Teresa Sbrana (2002), "*Household wealth in the national accounts of Europe, the United States and Japan*", OECD STD/NA (2002)20.
 24. Baele, Lieven (2005), "Volatility Spillover Effects in European Equity Markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40, No. 2, 373-401.
 25. Baele, Lieven (2005), "Volatility Spillover Effects in European Equity Markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40, No. 2, 373-401.
 26. Baele, Lieven, A. Fernando, P. Hördhal, E. Krylova, C. Monnet (2004), "*Measuring Financial Integration in the Euro Area*", ECB Occasional Paper Series No. 14.
 27. Balling, Morten, Eduard Hochreiter, Elizabeth Hennessy (Eds) (2005), *Adapting to Financial Globalisation*, Routledge Taylor and Francis Group.
 28. Balling, Morten, Frank Lierman, Andy Mollineux (Eds) (2004), *Financial Markets in Central and Eastern Europe - Stability and Efficiency Perspectives*, Routledge Taylor and Francis Group.
 29. Baltzer, Markus, Lorenzo Cappiello, Roberto A. De Santis, Simone Manganelli (2008), "*Measuring financial integration in new EU Member States*", ECB Occasional Paper Series No. 81.
 30. Bank for International Settlements (2010), "*Long-term issues in international banking*", Committee on the Global Financial System, CGFS Paper No. 41.
 31. *Banking in the euro area: structural features and trends*, ECB Monthly Bulletin - April (1999).
 32. *Banking structures in the new EU member states*, European Central Bank (2005).
 33. Banque de France (2012), French banks performance in 2012 - Analyses and Syntheses.
 34. Barr, David, Richard Priestley (2004), "Expected returns, risk and the integration of international bond markets", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 23, Issue 1, 71-97.
 35. Battistini, Niccolo, Marco Pagano, Saverio Simonelli (2013), "*Systemic Risk and Home Bias in the Euro Area*", European Economy, Economic Papers No. 494.
 36. Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, Vojislav Maksimovic (2008), "Financing patterns around the world: Are small firms different?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, 467-487.
 37. Beck, Thorsten, Ross Levine (2004), "Stock markets, banks, and growth: Panel evidence", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, Issue 3, 423-442.
 38. Beck, Thorsten, Ross Levine, Norman Loayza (2000), "Finance and the sources of growth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, Issues 1-2, 261-300.
 39. Beitel, Patrick, Dirk Schiereck, Mark Wahrenburg (2004), "Explaining M&A Success in European Banks", *European Financial Management*, Vol. 10, No. 1, 109-139.
 40. Bekaert, Geert, Campbell Harvey, Angela Ng (2005), "Market Integration and Contagion", *Journal of Business*, Vol. 78, No.1, 1-31.
 41. Bekeart, Geert, Campbell R. Harvey, Christian Lundblad (2005), "Does Financial Liberalization Spur Growth? ", *Journal of Financial Economics* 77, 3-55.
 42. Benetrix, Agustin, Sebastien Walti (2008), "*Indicators of regional financial integration*", Institute for International Integration Studies, Discussion Paper No. 243.
 43. Berger, Allen (1998), "The efficiency effects of bank mergers and acquisition: A preliminary look at the 1990s data", *Bank Mergers & Acquisitions, The New York*

- University Salomon Center Series on Financial Markets and Institutions*, Vol. 3, 79-111.
44. Berger, Allen (2007), "Obstacles to a global banking system: "Old Europe" versus "New Europe"", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, Issue 7, 1955-1973.
 45. Berger, Allen, David Humphrey (1997), "Efficiency of financial institutions: International survey and directions for future research", *European Journal of Operational Research*, Vol. 98, Issue 2, 175-212.
 46. Berger, Allen, David Humphrey, Lawrence Pulley (1996), "Do consumers pay for one-stop shopping? Evidence from an alternative revenue function", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 20, Issue 9, 1601-1621.
 47. Berger, Allen, Loretta Mester (1997), "Inside the black box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 21, Issue 7, 895-1063.
 48. Berger, Allen, Rebecca Demsetz, Philip Strahan (1999), "The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 23, No. 2, 135-194.
 49. Berger, Allen, Robert DeYoung, Hesam Genay, Gregory Udell (2000), "Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance", *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 23-120.
 50. Berger, Allen, William Hunter, Stephen Timme (1993), "The efficiency of financial institutions: A review and preview of research past, present and future", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17, Issue 2-3, 221-249.
 51. *Beyond ROE - How to measure bank performance*, European Central Bank (2010).
 52. Bieling, Hans-Jürgen (2006), "EMU, Financial integration and Global Economic Governance", *Review of International Political Economy* 13, 420-448.
 53. Bikker, Jaap, Sandra Wesseling (2003), "Intermediation, integration and internationalisation: a survey on banking in Europe", De Nederlandsche Bank, Occasional Studies Vol. 1, Nr. 3.
 54. Blanchard, Olivier (2008), *Macroeconomics*, New Jersey: Prentice Hall.
 55. Blanchard, Olivier, Francesco Giavazzi (2002), "Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle", *Brooking Paper on Economic Activity*, Vol. 2002, No. 2, 147-209.
 56. Bodie, Zvi, Alex Kane, Alan Marcus (2006), *Investments*, New York: McGraw- Hill.
 57. Bodie, Zvi, Robert Merton, David Cleeton (2009), *Financial Economics*, New Jersey: Pearson Education. ""
 58. Bonis, Ricardo, Alberto Pozzolo, Massimiliano Stacchini (2012), "The Italian banking system: Facts and interpretations", Università degli Studi del Monise, Dipartimento di Economia, Gestione, Società Istituzioni, Economics and Statistics Discussion Paper No. 068/12.
 59. Borgioli, Stefano, Ana Claudia Gouveia, Claudio Labanca (2013), "Financial stability analysis-insights gained from consolidated banking data for the EU", ECB Occasional Paper No. 140.
 60. Bosch, Thijs, Dirk Schoenmaker (2006), "The Role and Importance of Institutional Investors in Europe", *Financial and Monetary Studies*, 24, SDU, The Hague.
 61. Boutillier, Michel, Jean-Charles Bricongne (2012), "Disintermediation or financial diversification? The case of developed countries", Banque de France, Working Paper No. 380.
 62. Brakman, Steven, Harry Garretsen, Charles van Marrewijk, Arjen van Witteloostuijn (2006), *Nations and Firms in the Global Economy*, Cambridge University Press.
 63. Braun, Matias (2003), "Financial contractibility and assets' hardness: industrial composition and growth", Mimeo Harvard University, Boston.

64. Buch, Claudia, John Driscoll, Charlotte Ostergaard (2005), "Cross-border diversification in bank asset portfolios", European Central Bank, Occasional Paper No. 429.
65. Budd, John, Matthew Slaughter (2004), "Are Profits Shared Across Borders? Evidence on International Rent Sharing", *Journal of Labor Economics*, Vol. 22, No. 3, 525-552.
66. Cabral, Ines, Frank Dierick, Jukka Vesala (2002), "Banking Integration in the Euro Area", ECB Occasional Paper Series No. 6.
67. Campa, Jose Manuel, Ignacio Hernando (2004), "Shareholder Value Creation in European M&As", *European Financial Management*, Vol. 10, No. 1, 47-81.
68. Campa, Jose Manuel, Ignacio Hernando (2006), "M&As performance in the European financial industry", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30, Issue 12, 3367-3392.
69. Campbell, John (1999), "Asset prices, consumption, and the business cycle" u Taylor, John, Michael Woodford (Eds), *Handbook of Macroeconomics*, 1231-1303.
70. Caouette, John, Edward Altman, Paul Narayanan, Robert Nimmo (2008), *Managing Credit Risk: The Great Challenge for Global Financial Markets*, New York: John Wiley & Sons.
71. Capgemini & EFMA & ING (2008), World Retail Banking Report.
72. Cappiello, Lorenzo, Bruno Gérard, Arjan Kadareja, Simone Manganelli (2006), "Financial integration of new EU Member States", ECB Working Paper No. 683.
73. Casu, Barbara, Claudia Girardone (2010), "Integration and efficiency convergence in EU banking markets", *Omega*, Vol. 38, Issue 5, 260-267.
74. Casu, Barbara, Claudia Girardone, Philip Molyneux (2006), *Introduction to Banking*, New Jersey: Addison Wesley.
75. Cecchetti, Stephen (2006), *Money, Banking and Financial Markets*, New York: McGraw-Hill.
76. Cecchini, Paolo, Michel Catinat, Alexis Jacquemin (1988), "The European Challenge 1992 - The Benefits of a Single Market", Wildwood House.
77. Chan, Kalok, Vicentiu Covrig, Lilian Ng (2005), "What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias? Evidence from Mutual Fund Equity Allocations Worldwide", *Journal of Finance*, Vol. 60, Issue 3, 1495-1534.
78. Čihák, Martin, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2012), "Benchmarking Financial Systems around the World", World Bank, Policy Research Working Paper 6175.
79. Ćirović, Milutin (2006), *Bankarstvo*, Beograd: Bridge company.
80. Claessens, Stijn, Luc Laeven (2004), "What Drives Bank Competition? Some International Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking* 36, 563-583.
81. Claessens, Stijn, Neeltje van Horen (2009), "Being a Foreigner among Domestic Banks: Asset or Liability?", De Nederlandsche Bank NV, Working paper No. 224/2009.
82. Cochrane, John (1991), "A simple test of consumption insurance", *Journal of Political Economy*, Vol. 99, No. 5, 957-976.
83. Commission of the European Communities (1988), "Creation of a European financial area", European Economy No. 36.
84. *Consolidation and diversification in the euro area banking sector*, ECB Monthly Bulletin - May (2005).
85. Copeland, Thomas, Fred Weston, Kuldeep Shastri (2004), *Financial Theory and Corporate Policy*, New Jersey: Addison Wesley.
86. *Corporate indebtedness in the euro area*, ECB Monthly Bulletin - February (2012).
87. Cross, Frank, Robert Prentice (2007), *Law and Corporate Finance*, Cheltenham: Edward Elgar.
88. *Cross-border bank mergers & acquisitions and institutional investors*, ECB Monthly Bulletin - October (2008).
89. Daniels, Joseph, David VanHoose (1998), *International Monetary and Financial Economics*, Cincinnati: South-Western College Publishing.

90. Davis, Philip (1995), *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*, Oxford University Press.
91. De Grauwe, Paul (2004), *Ekonomija monetarne unije (prevod Ljiljane Lučić)*, Sremski Karlovci: Izdavačka knjižarnica Zorana Stojanovića.
92. De Haan, Jacob, Sylvester Eijffinger, Sandra Waller (2005), *The European Central Bank - Credibility, Transparency and Centralization*, Cambridge, MIT Press.
93. De Haan, Jakob, Sander Oosterloo, Dirk Schoenmaker (2009), *European Financial Markets and Institutions*, Cambridge University Press.
94. De Nicolò, Gianni, Alexander Tieman (2006), "Economic Integration and Financial Stability: A European Perspective", IMF Working Paper no. 06/296.
95. Decressin, Jörg, Hamid Faruquee, Wim Fonteyne (Eds) (2007), *Integrating Europe's Financial Markets*, International Monetary Fund.
96. Delis, Manthos (2010), "Competitive conditions in the Central and Eastern European banking Systems", *Omega*, Vol. 38, Issue 5, 268-274.
97. Demirgüç-Kunt, Asli, Ross Levine (2008), "Finance, Financial Sector Policies, and Long-run Growth", World Bank, Policy Research Working Paper 4469.
98. Demirgüç-Kunt, Asli, Ross Levine (Eds.) (2004), *Financial Structure and Economic Growth – A Cross Country Comparison of Banks, Markets and Development*, Cambridge: MIT Press.
99. Demirgüç-Kunt, Asli, Vojislav Maksimovic (1998), "Law, Finance and Firm Growth", *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, 2107-2137.
100. Dermine, Jean (2002), "European banking", Mimeo, INSEAD Fontainebleau, France.
101. Dermine, Jean (2003), "Banking in Europe: Past, present and future", u Gaspar, Vitor, Philipp Hartman, Olaf Sleijpen (Eds), *The transformation of the European Financial System*, The Second ECB Central Banking Conference, 31-97.
102. Dermine, Jean (2006), "European banking integration; Don't put the cart before the horse", *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 15, Issue 2, 57-106.
103. Di Giovanni, Julian (2005), "What drives capital flows? The case of cross-border M&A activity and financial deepening", *Journal of International Economics*, Vol. 65, Issue 1, 127-149.
104. *Differences in MFI interest rates across euro area countries*, European Central Bank (2006).
105. Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions (Official Journal of the European Communities L 126/1, 26.05.2000).
106. Djankov, Simeon, Caralee McLiesh, Andrei Shleifer (2007), "Private Credit in 129 Countries", *Journal of Financial Economics* 84, 299-329.
107. Dorrucchi, Ettore, Alexis Meyer-Cirkel, Daniel Santabárbara (2009), "Domestic Financial Development in Emerging Economies: Evidence and Implications", ECB Occasional Paper Series No. 102.
108. Durnev, Art, Randall Morck, Bernard Yeung (2004), "Value enhancing Capital Budgeting and Firm-Specific Stock Return Variation", *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 1, 65-105.
109. Durnev, Art, Randall Morck, Bernard Yeung, Paul Zarowin (2003), "Does Greater Firm-Specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing?", *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, Issue 5, 797-836.
110. Dyson, Kenneth (Ed.) (2008), *The Euro at 10: Europeanization, Power and Convergence*, Oxford University Press.
111. Edison, Hali, Francis Warnock (2004), "U.S. Investors' Emerging Market Equity Portfolios: A Security-Level Analysis", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 86, No.3, 691-704.

112. Edison, Hali, Ross Levine, Luca Ricci, Torsten Sløk (2002), "International Financial Integration and Economic Growth", *Journal of International Money and Finance* 21, 749-776.
113. El-Agraa, Ali (2007), *The European Union - Economics and Policies*, Cambridge: Cambridge University Press.
114. Elton, Edwin, Martin Gruber (2010), *Modern Portfolio Theory Investment Analysis*, John Wiley & Sons.
115. Esty, Benjamin (1999), "Improved techniques for valuing large-scale projects", *Journal of Structured Finance*, Vol. 5, No. 1, 9-25.
116. European Banking Federation (2007), Report on Integration of European Financial Services Markets.
117. European Banking Federation (2012), European Banking Sector - Facts and Figures 2012.
118. European Central Bank (2002), Report on financial structures.
119. European Central Bank (2003), "The Integration of Europe's Financial Markets", *Monthly Bulletin*, October.
120. European Central Bank (2004), The Euro Bond Market Study.
121. European Central Bank (2005-2008), EU Banking Structures.
122. European Central Bank (2007), EU banking sector stability, November 2007.
123. European Central Bank (2007), The Euro Bonds and Derivatives Markets.
124. European Central Bank (2007-2013), Financial Integration in Europe.
125. European Central Bank (2008), Bond markets and long-term interest rates in non-euro area member states of the European Union.
126. European Central Bank (2010), The euro area bank lending survey - April 2010.
127. European Central Bank (2012), Euro Money Market Study December 2012.
128. European Central Bank (2013), Banking structures report, November 2013.
129. European Central Bank (2013), Convergence Report, June 2013.
130. European Commission (2003), Tracking EU Financial Integration.
131. European Commission (2008), European Financial Integration Report.
132. European Commission (2013), European Financial Stability and Integration Report 2012.
133. European Investment Bank (2013), Banking in Central and Eastern Europe and Turkey - Challenges and Opportunities.
134. European Parliament Working Paper (2000), A Single market in Financial Services: Effects on Growth, Employment and the Real Economy.
135. Fecht, Falco, Hans Peter Grüner, Philipp Hartmann (2007), "Welfare effects of financial integration", Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 11/2007.
136. Federation Bancaire Francaise (2008), Organization of the French banking system.
137. Federation Bancaire Francaise (2011), Banks in France.
138. Feldstein, Martin, Charles Horioka (1980), "Domestic savings and International Capital Flow", *Economic Journal*, Vol. 90, 314-329.
139. Fernandez de Guevara, Juan, Joaquin Maudos (2012), "Financial integration and economic growth in Europe: the impact of the crisis", Indicser Discussion Paper 18.
140. Fisman, Raymond, Inessa Love (2003), "Trade Credit, Financial Intermediary Development, and Industry Growth", *Journal of Finance*, Vol. 58, No.1, 353-374.
141. Fisman, Raymond, Inessa Love (2004), "Financial Development and Intersectoral Allocation: A New Approach", *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 6, 2785-2807.
142. Flood, Robert, Andrew Rose (2005), "Financial Integration: A New Methodology and An Illustration", *Journal of the European Economic Association* 3, 1349-1359.
143. Fontana, Alessandro, Martin Scheicher (2010), "An analysis of euro area sovereign CDS and their relation with government bonds", European Central Bank, Working Paper No. 1271.

144. Forster, Katrin, Melina Vasadani, Michele Ca' Zorzi (2011), "*Euro area cross-border financial flows and the global financial crisis*", European Central Bank, Occasional Paper No. 126.
145. Freixas, Xavier, Jean-Charles Rochet (2008), *Microeconomics of Banking*, Cambridge: The MIT Press.
146. Freixas, Xavier, Philipp Hartmann, Colin Mayer (Eds) (2008), *Handbook of European Financial Markets and Institutions*, Oxford: Oxford University Press.
147. French, Kenneth, James Poterba (1991), "*Investor Diversification and International Equity Markets*", NBER Working Paper No. w3609.
148. Fujiki, Hiroshi, Akiko Terada, "*Financial Integration in East Asia*", Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2007-30.
149. Galor, Oded, Joseph Zeira, (1993), "Income Distribution and Macroeconomics", *The Review of Economic Studies*, Vol. 60, No. 1, 35-52.
150. Gardo, Sandor, Reiner Martin (2010), "*The impact of the global economic and financial crisis on Central, Eastern and South-Eastern Europe - A stock taking exercise*", European Central Bank, Occasional Paper No. 114.
151. Gaspar, Vitor, Philipp Hartman, Olaf Sleijpen (Eds) (2003), *The transformation of the European Financial System*, European Central Bank.
152. Giannetti, Mariassunta, Luigi Guiso, Tullio Jappelli, Marco Pagano, "*Financial Market Integration, Corporate Financing and Economic Growth*", *European Economy, Economic Papers* No. 179.
153. Giannetti, Mariassunta, Steven Ongena (2009), "Financial Integration and Firm Performance: Evidence from Foreign Bank Entry in Emerging Markets", *Review of Finance* 13, 181-223.
154. Goddard, John, Philip Molyneux, John Wilson (2001), *European banking: Efficiency, Technology and Growth*, John Wiley & Sons.
155. Goddard, John, Philip Molyneux, John Wilson, Manouche Tavakoli (2007), "European banking: An overview", *Journal of Banking and Finance*, No. 31, 1911-1935.
156. Goldberg, Pinelopi, Frank Verboven (2005), "Market integration and convergence to the Law of One Price: evidence from the European car market", *Journal of International Economics*, Vol. 65, Issue 1, 49-73.
157. Gorton, Gary, Frank Schmid (2000), "Universal banking and the performance of German firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, Issues 1-2, 29-80.
158. Grabbe, Orlin (1996), *International Financial Markets*, New Jersey: Prentice Hall.
159. Grahl, John (Ed) (2009), *Global Finance and Social Europe*, Edward Elgar Cheltenham.
160. Grahl, John, Paul Teague (2005), "Problems of financial integration in the EU", *Journal of European Public Policy* 12, 1005-1021.
161. Greenbaum, Stuart, Anjan Thakor (2007), *Contemporary Financial Intermediation*, Burlington: Academic Press.
162. Grinblatt, Mark, Sheridan Titman (2002), *Financial Markets and Corporate Strategy*, New York: McGraw- Hill.
163. Groop, Reint, Anil Kashyap (2008), "*A New Metric for Banking Integration in Europe*", Centre for European Economic Research, Discussion Paper No. 08-102.
164. Gruson, Michael, Werner Nikowitz (1988), "The Second Banking Directive of the European Economic Community and Its Importance for Non-EEC Banks", *Fordham International Law Journal*, Vol. 12, Issue 2, 204-241.
165. Guillemineau, Catherine (2008), "EU financial integration in light of financial turbulence", *European Policy Analyst* October, 53-60.
166. Guiso, Luigi, Tullio Jappelli, Mario Padula, Marco Pagano (2004), "Financial Market Integration and Economic Growth in the EU", *Economic Policy* 19, 523-577.
167. Hannan, Timothy, Steven Pilloff (2006), "*Acquisition Targets and Motives in the Banking Industry*", Federal Reserve Board, Washington, Working Paper 2006-40.

168. Hardouvelis, Gikas, Dimitrios Malliaropoulos, Richard Priestley (2006), "EMU and European Stock Market Integration", *Journal of Business* 79, 365-392.
169. Hartmann, Philipp, Angela Maddaloni, Simone Manganeli (2003), "The euro-area financial system: structure, integration and policy initiatives", *Oxford Review of Economic Policy* Vol. 19, No. 1, 180-213.
170. Hartmann, Philipp, Florian Heider, Elias Papaioannou, Marco Lo Duca, (2007), "*The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe*", ECB Occasional Paper No. 72.
171. Hawawini, Gabriel, Itzhak Swary (1990), *Mergers and Acquisitions in the U.S. Banking Industry: Evidence from the Capital Markets*, Amsterdam: North-Holland.
172. Heffernan, Shelagh (2005), *Modern Banking*, John Wiley & Sons.
173. Heinemann, Friedrich, Mathias Jopp (2002), "*The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services*", Institut für Europäische Politik, Berlin.
174. Hernando, Ignacio, Maria Nieto, Larry Wall (2009), "Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union", *Journal of banking and finance*, Vol. 33, Issue 6, 1022-1032.
175. Herrmann, Heinz, Robert Lipsey (Eds) (2003), *Foreign Direct Investments in the Real and Financial Sector of Industrial Countries*, Springer Verlag Berlin.
176. Heston, Steven, Geert Rouwenhorst (1994), "Does industrial structure explain the benefits of international diversification?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, Issue 1, 3-27.
177. Hill, Carter, William Griffiths, Guay Lim (2012), *Principles of Econometrics*, John Wiley & Sons.
178. HM Treasury, Financial Services Authority, Bank of England (2004), *After the EU Financial Services Action Plan: A New Strategic Approach*.
179. Howells, Peter, Keith Bain (2005), *Economics of Money, Banking and Finance: a European Text*, Harlow: Pearson Education.
180. Hubbard, Glenn (2007), *Money, the Financial System and the Economy*, New Jersey: Addison Wesley.
181. Hüfner, Felix (2010), "*The German Banking System: Lessons from the Financial Crisis*", OECD Economics Department, Working Papers No. 788.
182. Hull, John (2007), *Risk Management and Financial Institutions*, New Jersey: Pearson Education.
183. Humphrey, David (1990), "Why do estimates of bank scale economies differ?", *FRB Richmond Economic Review*, Vol. 76, No. 5, 38-50.
184. Hur, Jung, Manoj Raj, Yohanes Riyanto (2006), "Finance and trade: A cross-country empirical analysis on the impact of financial development and asset tangibility on international trade", *World Development*, Vol. 34, Issue 10, 1728-1741.
185. ICMA (2010), *European Repo Market Survey*, June 2010.
186. Imbs, Jean, Romain Wacziarg (2003), "Stages of Diversification", *The American Economic Review*, Vol. 93, No.1, 63-86.
187. Imbs, Jean, Romain Wacziarg (2003), "Stages of Diversification", *American Economic Review*, Vol. 93, No.1, 63-86.
188. Inklaar, Robert, Juan Fernandez de Guevara, Joaquin Maudos (2012), "*The impact of the financial crisis on financial integration, growth and investment*", Indicser Discussion Paper 12.
189. International Center for Monetary and banking Studies (2010), "*A Safer World Financial System: Improving the Resolution of Systemic Institutions*", Geneva Reports on the World Economy 12.
190. IRC expert group (2008), "*Financial Stability Challenges in Candidate Countries: Managing Transition to Deeper and More Market-Oriented Financial Systems*", ECB Occasional Paper Series No. 95.

191. Jappelli, Tullio, Marco Pagano (2008), "*Financial Market Integration under EMU*", European Economy, Economic Papers No. 312.
192. Johnson, Debra, Colin Turner (2006), *European Business*, Routledge Taylor and Francis Group.
193. Jovanović, Miroslav (2004), *Evropska ekonomska integracija*, Ekonomski fakultet u Beogradu.
194. Jovičić, Milena, Radmila Dragutinović-Mitrović (2011), *Ekonometrijski metodi i modeli*, Ekonomski fakultet u Beogradu.
195. Kalemli-Ozcan, Sebnem, Bent Sørensen, Oved Yosha (2003), "Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence", *American Economic Review*, Vol. 93, Issue 3, 903-918.
196. Kang, Jun-Koo, Rene Stulz (1997), "Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan", *Journal of Financial Economics*, Vol. 46, Issue 1, 3-28.
197. King, Robert, Ross Levine (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, 717-737.
198. King, Robert, Ross Levine (1993), "Finance, entrepreneurship and growth: Theory and evidence", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, Issue 3, 513-542.
199. Ko, Caroline (2006), "*What do the sources and uses of funds tell us about credit growth in Central and Eastern Europe*", European Economy, Occasional Papers No. 26.
200. Koetter, Michael, Jaap Bos, Frank Heid, James Colari, Clemens Kool, Daniel Porath (2007), "Accounting for distress in bank mergers", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, Issue 10, 3200-3217.
201. Kouri, Pentti (1982), "Profitability and Growth", *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 84, Issue 2, 317-339.
202. Koutsomanoli-Filippaki, Anastasia, Dimitris Margaritis, Christos Staikouras (2009), "Efficiency and productivity growth in the banking industry of Central and Eastern Europe", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 33, Issue 3, 557-567.
203. Krahnen, Jan, Reinhard Schmidt (Eds) (2004), *The German Financial System*, Oxford: Oxford University Press.
204. La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
205. La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny (1997), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance* 52, 1131-1150.
206. Lane, Philip, Gian Maria Milesi-Ferretti (2003), "*International Financial Integration*", IMF Working Paper no. 03/86.
207. Levine, Ross (1997), "Financial Development and Economic Growth: views and agenda", *Journal of Economic Literature* 35, 688-726.
208. Levine, Ross (2003), "More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?", *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 85, No. 4.
209. Levine, Ross (2005), "Finance and Growth: Theory and Evidence" u P. Aghion i S. Durlauf (Eds), *Handbook of Economic Growth*, Elsevier, 865-934.
210. Levine, Ross, Norman Loayza, Thorsten Beck (2000), "Financial intermediation and growth: Causality and causes", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 46, Issue 1, 31-77.
211. Levine, Ross, Sara Zervos (1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, 537-558.
212. Lewis, Karen (1999), "Trying to explain the home bias in equities and consumption", *Journal of Economic Literature*, Vol. 37, No. 2, 571-608.
213. Liebscher, Klaus, J. Christl, P. Mooslechner, D. Ritzberger-Grunwald (Eds.) (2006), *Financial Development, Integration and Stability – Evidence from Central, Eastern and South-Eastern Europe*, Cheltenham: Edward Elgar.
214. Longstaff, Francis (2004), "The Flight to Liquidity Premium in U.S. Treasury Bond Prices", *Journal of Business*, Vol. 77, No.3 511-526.

215. Lukić, Velimir (2009), *Novi pristup u upravljanju i merenju kreditnog rizika*, Ekonomski fakultet u Beogradu.
216. Machlup, Fritz (1977), *A History of Thought on Economic Integration*, Basingstoke: Macmillan.
217. *Main features of the repo market in the euro area*, ECB Monthly Bulletin - October (2002).
218. Mana, Michele (2004), "Developing statistical indicators of the integration of the euro area banking system", ECB Working Paper No. 300.
219. Mann, Catherine, Ellen Meade (2002), "Home Bias, Transaction Costs, and Prospects for the Euro: A More Detailed Analysis", Peterson Institute for International Economics, Working Paper WP02-3.
220. Manna, Michele (2004), "Developing statistical indicators of the integration of the euro area banking system", ECB Working Paper No. 300.
221. Markowitz, Harry (1952), "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, 77-91.
222. Martikainen, Emmi, Heiko Schmiedel, Tuomas Takalo (2013), "Convergence in European retail payments", European Central Bank. Occasional paper No. 147.
223. Matthews, Kent, Simon Norton (2007), "The EU Single Banking Market Programme: Fit for purpose", Global Vision Perspective Paper.
224. Matthews, Kent, John Thompson (2005), *The Economics of Banking*, Chichester: John Wiley and Sons.
225. McCleskey, Scott (2004), *Achieving Market Integration*, Elsevier Butterworth-Heinemann.
226. McDonald, Oonagh, Kevin Keasey (2002), *The Future of Retail Banking in Europe: a view from the top*, Chichester: John Wiley & Sons.
227. *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry - facts and implications*, European Central bank (2000).
228. Merton, Robert (1995), "A Functional Perspective of Financial Intermediation", *Financial Management*, Vol. 24, No.2, 23-41.
229. Mishkin, Frederic (2006), *Economics of Money, Banking and Financial Markets*, New Jersey: Addison Wesley.
230. Mishkin, Frederic (2006), *The Next Great Globalization*, Princeton University Press.
231. Mladenović, Zorica, Pavle Petrović (2003), *Uvod u ekonometriju*, Ekonomski fakultet u Beogradu.
232. Molle, Willem (2006), *The Economics of European Integration - Theory, Practice, Policy*, Burlington: Ashgate Publishing.
233. Molyneux, Philip (2003), "Determinants of Cross-Border Mergers in European Banking", u Herrmann, Heinz, Robert Lipsey (Eds) (2003), *Foreign Direct Investments in the Real and Financial Sector of Industrial Countries*, Springer Verlag Berlin, 273-294.
234. Molyneux, Philip, Eleuterio Vallelado (Eds) (2008), *Frontiers of banks in a Global Economy*, Palgrave Macmillan.
235. Montoriol-Garriga, Judit (2008), "Bank mergers and lending relationships", ECB Working Paper No. 934.
236. Moody's (2006), *Default and Recovery Rates of European Corporate Bond Issuers: 1985-2005*.
237. Mullineux, Andrew, Victor Murinde (Eds) (2003), *Handbook of International Banking*, Edward Elgar Cheltenham.
238. Narodna banka Srbije, Odluka o adekvatnosti kapitala (Službeni glasnik RS, br, 45/2011, 6/2013).
239. Neal, Larry (2007), *The Economics of Europe and the European Union*, Cambridge: Cambridge University Press.

240. Neyer, Ulrike (2007), *The Design of the Eurosystem's Monetary Policy Instruments*, Heidelberg: Physica-Verlag Springer.
241. Obstfeld, Maurice, Alan Taylor (2004), *Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth*, Cambridge University Press.
242. OECD (2009), *Economic Surveys: Euro area*, January 2009.
243. Oxford Dictionary of Finance and Banking (2008), Oxford University Press.
244. Padoan, Pier Carlo, Fabio Mariani (2006), "Growth and Finance, European Integration and Lisbon Strategy", *Journal of Common Market Studies* 44, 77-112.
245. Papadogonas, Theodore, Yannis Stournaras (2006), "Financial Integration, National Savings and National Investments in the EU Member-States", *Applied Economics Letters* 13, 953-956
246. Papaioannou, Elias, Sebnem Kalemli-Ozcan, Jose-Luis Peydro (2009), "What is it good for? Absolutely for financial integration", VOX CEPR's Policy Portal, <http://www.voxeu.org/article/euro-s-financial-integration-europe>.
247. Pasiouras, Fotios, Sailesh Tanna, Chrysovalantis Gaganis (2007), "What drives acquisitions in the EU banking industry? The role of bank regulation and supervision framework, bank specific and market specific factors", Coventry University, Economics, Finance and Accounting Applied Research Working Paper Series , No. 2007-3.
248. Petrovic, Ana, Ralf Tutsch (2009), "National rescue measures in response to the current financial crisis", European Central Bank, Legal Working Paper Series, No. 8.
249. Philippon, Thomas, Nicolas Veron (2008), "Financing Europe's Fast Movers", Bruegel Policy Brief, Policy Paper 2008/01.
250. Plessis, Alain (2003), "The History of banks in France", Federation Bancaire Francaise, http://www.fbf.fr/en/files/888HK2/History_banks_france_EN.pdf.
251. Polster, Armin (2005), "Savings bank reform in France: Plus ça change, plus ça reste - presque - le même", Deutsche Bank Research, EU Monitor, Financial Market Special, No. 22.
252. PricewaterhouseCoopers (2006), European banking consolidation, April 2006.
253. PricewaterhouseCoopers (2009), Back to the 'domestic' future - From strategic expansion to rapid contraction in financial services M&A in EMEA.
254. PricewaterhouseCoopers (2010), Sharing deal insights - European Financial Services M&A November 2010.
255. PricewaterhouseCoopers (2012), Banking in times of financial distress - Austria & CEE non-performing assets, Overview 2012.
256. PricewaterhouseCoopers (2012), Sharing deal insights - European Financial Services M&A October 2012.
257. PricewaterhouseCoopers (2013), Sharing deal insights - European Financial Services M&A March 2013.
258. Prokopijević, Miroslav (2005), *Evropska Unija: Uvod*, Beograd: Službeni glasnik.
259. Pungulescu, Crina (2013), "Measuring financial market integration in the European Union: EU15 vs. New Member States", *Emerging Markets Review*, Vol. 17, 106-124.
260. Raiffeisen Research (2013), CEE Banking Sector Report May 2013.
261. Rajan, Raghuram, Luigi Zingales (1998), "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review* 88, 559-587.
262. Rajan, Raghuram, Luigi Zingales (2003), "The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century", *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, Issue 1, 5-50.
263. Report from the Commission to the Council and the European Parliament - Sixth Progress Report on the Financial Services Action Plan, European Commission (2002).
264. Roll, Richard (1988), "The Stochastic Dependence of Security Price Changes and Transaction Volumes: Implications for the Mixture-of-Distribution Hypothesis", *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 3, 541-566.

265. Romero-Avila, Diego (2007), "Finance and growth in the EU: New evidence from the harmonization of the banking industry", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, Issue 7, 1937-1954.
266. Ross, Stephen, Randolph Westerfield, Jeffrey Jaffe (2003), *Corporate Finance*, New York: McGraw Hill.
267. Rugman, Allan (Edi.) (2004), *North American Economic and Financial Integration*, Amsterdam: Elsevier.
268. Saunders, Anthony, Marcia M. Cornett (2007), *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*, New York: McGraw- Hill.
269. Schäfer, Stefan (2009), "EU retail banking: Measuring integration", Deutsche Bank Research, EU Monitor 63.
270. Schildbach, Jan (2008), "European banks: The silent (r)evolution", Deutsche Bank Research, EU Monitor 54.
271. Schildbach, Jan (2009), "Global banking trends after the crisis", Deutsche Bank Research, EU Monitor 67.
272. Schmiedel, Heiko (2007), "The economic impact of the single euro payments area", European Central Bank, Occasional Paper No. 71.
273. Schmiedel, Heiko, Andreas Schönenberger (2005), "Integration of securities market infrastructure in the euro area", European Central Bank, Occasional Paper No. 33.
274. Schumpeter, Joseph (1911), *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*, Harvard Economic Studies.
275. Second Council Directive 89/646/EEC of 15 December 1989 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions and amending Directive 77/780/EEC, (Official Journal L 386, 30.12.1989).
276. Simpson, John (2006), "Financial Integration in European Banking Markets", *Banks and Bank Systems*, Vol. 1, Issue 1, 58-74.
277. Sinkey, Joseph (2002), *Commercial Bank Financial Management*, New Jersey: Pearson Education.
278. Skinner, Chris (2007), *The Future of Banking in the Globalised World*, Chichester: John Wiley & Sons.
279. Sollow, Robert (1956), "A contribution to the Theory of Economic Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, No.1, 65-94.
280. Šoškić, Dejan (2001), *Hartije od vrednosti: Upravljanje portfoliom i investicioni fondovi*, Ekonomski fakultet u Beogradu.
281. Southall, Tony (2008), *European Financial Markets - The Effects of European Union Membership on Central and Eastern European Equity Markets*, Physica Verlag Heidelberg.
282. Speyer, Bernard (1998), "The effects of EMU on the structure of European banking", Deutsche Bank Research, EMU Watch No. 59.
283. Spiegel, Mark (2009), "Financial Globalization and Monetary Policy Discipline", IMF Staff Papers 56.
284. Spiegel, Mark (2009), "Monetary and Financial Integration in the EMU: Push or Pull?", *Review of International Economics* 17, 751-776.
285. Spiegel, Mark (2009), "Monetary and Financial Integration: Evidence from the EMU", *Journal of the Japanese and International Economies* 23, 114-130.
286. Tesar, Linda, Ingrid Werner (1995), "Home bias and high turnover", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 14, Issue 4, 467-492.
287. *The impact of the financial crisis on the central and eastern European countries*, ECB Monthly Bulletin - July (2010).
288. Thimann, Christian (Ed) (2002), "Financial Sectors in EU Accession Countries", European Central Bank.

289. Tilly, Richardm Paul Welfens, Michael Heise (Eds) (2007), *50 Years of EU Economic Dynamics, Integration, Financial Markets and Innovations*, Springer Verlag Berlin.
290. Tobin, James (1958), "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk", *The Review of Economic Studies*, No.67, 65-86.
291. *Transition Report - Finance in Transition*, European Bank for Reconstruction and Development (2006).
292. Ulst, Ingrid (2005), *Linkages of Financial Groups in the European Union*, Budapest: Central European University Press.
293. Urošević, Branko (2008), *Finansijska ekonomija*, Ekonomski fakultet u Beogradu.
294. Vajanne, Laura (2006), "Integration in euro area retail banking markets - convergence of credit interest rates", Bank of Finland, Working paper 8/2006.
295. Vander Vennet, Rudi (1996), "The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 20, Issue 9, 1531-1558.
296. Vander Vennet, Rudi (2002), "Cost and Profit Efficiency of Financial Conglomerates and Universal Banks in Europe", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 34, No. 1, 254-282.
297. Vernimmen, Pierre, Pascal Quiry, Yann Le Fur, Maurizio Dallochio, Anthonio Salvi (2005), *Corporate Finance: Theory and Practice*, Chichester: John Wiley & Sons.
298. Veyrune, Romain, G. Marhic, I. Mak, A. Corvatta, N. Dupre (2013), "Euro area money market segmentation in the present low interest rates environment", European Central Bank, Financial Integration in Europe 2013.
299. Vukadinović, Radovan (2008), *Uvod u institucije i pravo Evropske Unije*, Udruženje za evropsko pravo, Kragujevac.
300. Wajid, S. Kal, A. Tieman, M. Khamis, F. Haas, D. Schoenmaker, P. Iossifov, K. Tintchev (2007), *Financial Integration in the Nordic-Baltic Region – Challenges for Financial Services*, International Monetary Fund.
301. Walkner, Christoph, Jean-Pierre Raes (2005), "Integration and consolidation in EU banking – an unfinished job", *European Economy, Economic Papers* No. 226.
302. Walter, Ingo (2004), *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance*, Oxford University Press.
303. Welfens, Paul, Cillian Ryan (Eds) (2011), *Financial Market Integration and Growth - Structural Change and Economic Dynamics in the European Union*, Springer Verlag Berlin.
304. Wurgler, Jeffrey (2000), "Financial markets and the allocation of capital", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, Issues 1-2, 187-214.
305. Yu, Lei (2001), "On the Wealth and Risk Effects of the Glass-Steagall Overhaul: Evidence from the Stock Market", New York University, Salomon Center, Working Paper.
306. Zakon o bankama, (Službeni glasnik RS, br. 107/2005 i 91/2010).
307. Zakon o preuzimanju akcionarskih društava, (Službeni glasnik RS, br. 46/2006, 107/2009, 99/2011).
308. Zakon o tržištu kapitala, (Službeni glasnik RS, br. 31/2011).
309. Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (2010): "Study on interest rate restrictions in the EU", Final Report for the EU Commission DG Internal Market and Services, Project No. ETD/2009/IM/H3/87.
310. Zimmerman, Gary (1996), "Integrating banking markets in the EC", Federal Reserve Bank San Francisco Economic Letter.
311. Živković Aleksandar, Pero Petrović (2012), "The Banking Management System in Emergency Situation", *Anali Ekonomskog fakulteta u Subotici*, Vol. 48, No. 28, 98-108.
312. Živković Aleksandar, Snežana Knežević, Milanka Marković (2013), "Correlation and Regression Analysis of Serbian Banking Sector", *Metalurgia International*, Bucuresti, Stiintifica, 253-258.

- 313. Živković, Aleksandar, Gradimir Kožetinac (2007), "Finansijska infrastruktura i privredni razvoj: teorijski i empirijski dokazi", Zbornik radova sa Međunarodnog naučnog skupa "Izazovi ekonomske nauke i prakse u procesu pridruživanja Evropskoj Uniji", Ekonomski fakultet u Nišu, str. 11.
- 314. Živković, Aleksandar, Gradimir Kožetinac (2012), *Monetarna ekonomija*, Ekonomski fakultet u Beogradu.
- 315. Živković, Aleksandar, Pero Petrović (2012), "Strategic risk management in banking operations", *Strategic Management*, Ekonomski fakultet u Subotici, Vol. 16, No. 3, 62-71.
- 316. Živković, Aleksandar, Rade Stankić, Borko Krstić (2008), *Bankarsko poslovanje i platni promet*, Ekonomski fakultet u Beogradu.
- 317. Živković, Aleksandar, Slobodan Lakić (2010), "Validnost kvantitativnih modela u finansijskoj industriji u kontekstu finansijske krize", *Montenegrin Journal of Economics*, No. 12, 77-91.
- 318. Živković, Aleksandar, Srđan Marinković, Isidora Ljumović (2011), "Strane direktno investicije u bankarstvu Republike Srbije: Istraživanje motiva", *Međunarodni problemi*, Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd, No. 4, 505-535.
- 319. Živković, Aleksandar, Srđan Marinković, Rade Stankić (2012), *Bankarsko poslovanje i platni promet*, Ekonomski fakultet u Beogradu.
- 320. Živković, Boško (2011), "Komparativna analiza bankarskog sistema Srbije i zemalja Jugoistočne Evrope", *Kvartalni monitor*, br. 27, oktobar-decembar 2011.
- 321. Živković, Boško, Dejan Šoškić (2010), *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet u Beogradu.

BIOGRAFIJA

Velimir Lukić je rođen 30. januara 1981. god. u Sarajevu. Osnovnu školu i Treću beogradsku gimnaziju završio je u Beogradu kao nosilac Vukove diplome. Diplomirao je na Ekonomskom fakultetu u Beogradu 2003. god. na smeru Finansije, bankarstvo i osiguranje sa prosečnom ocenom 9,39. Tokom studija bio je korisnik stipendije Vlade Republike Srbije i Zadužbine Luke Ćelovića i Milivoja Jovanovića, a obavljao je praksu u Narodnoj banci Srbije i Skupštini Srbije i Crne Gore. Poslediplomske studije je završio na Ekonomskom fakultetu u Beogradu 2007. god. na smeru Bankarski i finansijski menadžment.

U zvanje asistenta-pripravnika izabran je 2004. god. na Ekonomskom fakultetu u Beogradu, da bi od 2008. god. bio biran u zvanje asistenta. Na osnovnim studijama drži vežbe iz Monetarne ekonomije i Bankarskog poslovanja i platnog prometa. U zvaničnim anketama studenata Ekonomskog fakulteta i internim anketama koje se kontinuelno sprovode na predmetima na kojima drži vežbe pedagoški rad mu je konzistentno ocenjivan visokim ocenama. Bio je član Saveta Ekonomskog fakulteta u Beogradu od 2006. god. do 2009. god.

Autor je monografije "Novi pristup u upravljanju i merenju kreditnog rizika u finansijskoj industriji". Tokom 2007. god. proveo je pet meseci na stručnom usavršavanju na Katz Graduate School of Business, University of Pittsburgh, u okviru programa "Junior Faculty Development Program" čiji pokrovitelj je Ministarstvo inostranih poslova SAD. Aktivno učestvuje na domaćim i međunarodnim konferencijama i objavljuje naučne radove iz oblasti monetarne ekonomije i bankarstva. Pohađao je domaće i inostrane kurseve za stručno usavršavanje.

Angažovan je na projektima Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije. Izvodi nastavu na Kursu za sticanje zvanja brokera koji organizuje Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije. Učestvuje u realizaciji programa Open World čiji pokrovitelji su Ambasada SAD u Beogradu i Kongres SAD-a.

Прилог 1.

Изјава о ауторству

Потписани-а: **Велимир Лукић**

број уписа _____

Изјављујем

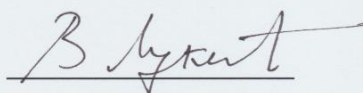
да је докторска дисертација под насловом:

Финансијска интеграција - теоријска и емпиријска анализа

- 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, новембар 2014.



Прилог 2.

**Изјава о истоветности штампане и електронске верзије
докторског рада**

Име и презиме аутора: **Велимир Лукић**

Број уписа _____

Студијски програм _____

Наслов рада: **Финансијска интеграција - теоријска и емпиријска анализа**

Ментор: **проф. др Александар Живковић**

Потписани: **Велимир Лукић**

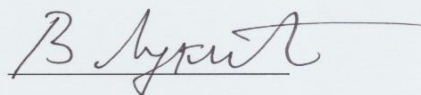
изјављујем да је штампана верзија мог докторског рада истоветна електронској верзији коју сам предао/ла за објављивање на порталу **Дигиталног репозиторијума Универзитета у Београду**.

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.

Потпис докторанда

У Београду, новембар 2014.



Прилог 3.

Изјава о коришћењу

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Светозар Марковић“ да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду унесе моју докторску дисертацију под насловом:

Финансијска интеграција - теоријска и емпиријска анализа

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).

Потпис докторанда

У Београду, новембар 2014.

