

**Originalni naučni rad**

**UDK 336.76:338.1**

**DOI 10.7251/SVA1714124A**

**COBISS.RS-ID 6491160**

# **KRETANJA NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA SA NEPOSREDNIM OSVRTOM NA PRETKRIZNI, KRIZNI I POSTKRIZNI PERIOD**

**Doc. dr Srđan Amidžić<sup>1</sup>**

**Doc. dr Siniša Kurteš<sup>2</sup>**

Ekonomski fakultet Banja Luka

**Apstrakt.** Ranjivosti koje donosi otvoreno tržište, proizvode nestabilnost, povećavaju neizvjesnost i remete efikasno obavljanje funkcija na finansijskom tržištu. Finansijsko tržište, koje nije stabilno i efikasno, doprinosi daljem produbljivanju nepravilnosti što u krajnjem ishodu može dovesti do pojave finansijske, a zatim i ekonomske krize. Aktualna situacija na međunarodnom nivou, otkriva koliko su snažna prelijevanja sa jednog tržišta na drugo, ali isto tako ukazuje i koliko duboki mogu biti poremećaji u privrednoj sferi zbog nestabilnosti kod finansijskih posrednika. U radu analiziramo ponašanje i trendove finansijskih tržišta u periodu neposredno prije krize, za vrijeme krize kao i u postkriznom periodu kako razvijenih zemalja tako i zemalja regiona. Takođe, u radu definišemo moguće opasnosti po stabilnost kao i same aktere na finansijskim tržištima.

**Cljučne riječi:** *privredni rast, finansijsko tržište, osjetljivost, sektorska usmjerenost, regulacija.*

## **UVOD**

Kao i svi sistemi, ekonomski sistem se sastoji od većeg broja podsistema čije promjene i događaji utiču na privredu kao cjelinu, dok sama finansijska komponenta predstavlja najbitniji segment svake ekonomije. Razvoj savremene tržišne ekonomije u poslednjih 200 godina neraskidivo je vezan za razvoj bankarskog i, uopšte, finansijskog sektora. U savremenim uslovima privređivanja karakteristike kao što su konkurentnost, otvorenost i dinamičnost predstavljaju vrlo bitne preduslove budućeg privrednog razvoja, a gdje je u fokusu upravo funkcionisanje finansijskog sistema. Uticaj globalnih tokova i finansijskih inovacija na

---

<sup>1</sup> Doc. dr Srđan Amidžić, Ekonomski fakultet Univerziteta u Banjoj Luci, e-mail: [srdjan.amidzic@efbl.org](mailto:srdjan.amidzic@efbl.org).

<sup>2</sup> Doc. dr Siniša Kurteš, Ekonomski fakultet Univerziteta u Banjoj Luci, e-mail: [sinisa.kurtes@efbl.org](mailto:sinisa.kurtes@efbl.org).

finansijski sistem privrede, posmatran kroz prizmu finansijske stabilnosti i izvjesnosti, jedan je od ključnih faktora razvoja nacionalne privrede, integrisane u međunarodno okruženje.

Ako polazimo od svih tržišta koja su domen ekonomskih analiza i zakonitosti koje na njima važe, sasvim sigurno možemo reći da najveći stepen osjetljivosti pokazuju finansijska tržišta. U isto vrijeme finansijska tržišta predstavljaju najuređenija tržišta koja su najviše regulisana i kontrolisana od strane regulatora, odnosno državnih institucija. Finansijsko tržište i njegovo funkcionisanje predstavlja sastavni i možemo slobodno reći ključni dio cjelokupnog ekonomskog prostora jedne zemlje. S obzirom na pokretljivost finansijskog kapitala i imovine teško je povući preciznu granicu između domaćeg (nacionalnog) finansijskog tržišta i globalnog (međunarodnog) finansijskog tržišta. Koliko god regulativa i razvoj domaćeg finansijskog tržišta bili nezavisni, ista moraju uvažavati međunarodne standarde i praksu i činiti napore u prilagođavanju opšte prihvaćenim normama.

Ranjivosti koje otvara tržište proizvode nestabilnost, povećavaju neizvjesnost i remete efikasno obavljanje funkcija na finansijskom tržištu. Finansijsko tržište, koje nije stabilno i efikasno, doprinosi daljem produbljanju anomalije što u krajnjem ishodu može dovesti do pojave finansijske a zatim i evidentne ekonomske krize. Aktualna situacija, na međunarodnom nivou, otkriva koliko su snažna preliivanja sa jednog tržišta na drugo ali isto tako ukazuje i koliko duboki mogu biti poremećaji u privrednoj sferi kada se unese nestabilnost i nepovjerenje u kanale finansijskog posredovanja.

Osnovne funkcije banaka, prije svih agregacija rizika, transformacija ročnosti, kao i transformacija odnosa rizika i prinosa, omogućavaju deponentima da uživaju relativno visok nivo sigurnosti ulaganja uz, istovremeno, visok nivo likvidnosti. Sa druge strane, banke su tradicionalno glavni spoljni izvor finansiranja kako firmi iz sektora realne ekonomije tako i potrošnje stanovništva. Na taj način bankarski sistem igra veliku ulogu u tradicionalnim privrednim tokovima. Ono čemu nas ekonomska istorija uči jeste da su finansijska tržišta, pored ogromnog značaja za privredni rast jedne ekonomije, vrlo često i generator ekonomskih kriza. U nastavku ćemo analizirati ponašanje i trendove finansijskih tržišta u periodu neposredno prije izbijanja krize, ali i u vrijeme krize i postkriznom periodu.

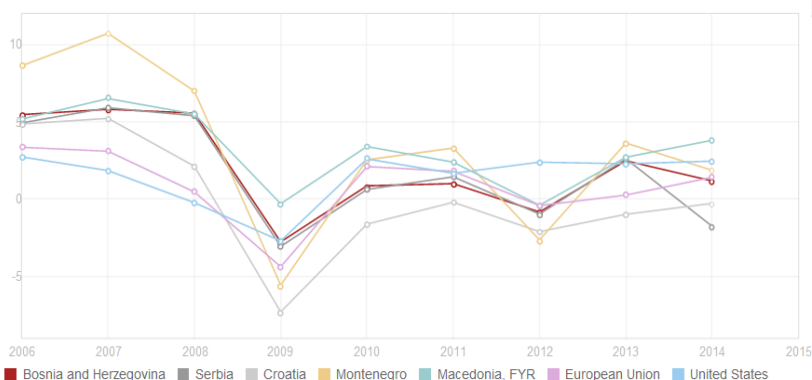
### **TRENDOVI NA FINANSIJSKIM TRŽIŠTIMA ZEMALJA REGIONA, KRIZNI-POSTKRIZNI PERIODI**

Kroz ovaj dio rada posebnu pažnju posvećujemo kretanjima na finansijskim tržištima u zemljama regiona kako bismo bili u stanju da sagledamo nivo aktivnosti bakarskog sektora kao i finansijskog sektora uopšte. Takođe, na ovaj način nastojimo da ukažemo i definišemo koje su to moguće opasnosti po stabilnost i same aktere na finansijskim tržištima. Posmatraćemo neke od osnovnih indikatora na finansijskom tržištu i vršiti

njihovu komparaciju između zemalja regiona, kao i sa kretanjem tih indikatora na području Evropske unije, prostora sa kojim je naš region najviše povezan i SAD kao zemljom koja je generisala ovu krizu.<sup>3</sup>

Postoji snažna kolektivna tendencija finansijskih institucija, preduzeća i stanovništva da se značajno izlažu riziku u periodima kreditne ekspanzije, kao i da postaju previše „stegnuti“ i pokazuju preveliku averziju prema riziku u periodima pada kreditnog ciklusa. Takvo prociklično ponašanje može značajno da doprinese neodrživom nivou duga ili kreditnom rastu. Tokom perioda poleta sami krediti i kretanje cijena vrlo često čine jedan samorastući ciklus, što vodi rastu leveridža i zaduženosti u sektoru realne ekonomije. Finansiranje od strane banaka na bazi kapitalne i injekcije likvidnosti vode brzom rastu kreditiranja privrede, što značajno povećava rizik od naknadnih poremećaja po otkrivanju samih neravnoteža. Nadalje, takav vid sistemskog rizika može biti pogoršan ako dođe do rasta nivoa leveridža bankarskog sektora, istovremeno ostavljajući na taj način finansijski sistem ranjiv i na manje poremećaje u smislu pojave *defaulta* dužnika, ili pada vrijednosti kolaterala. Učešće instrumenata stabilizacije u takvim uslovima može se vrlo lako pokazati kao nedovoljno da apsorbuje tako nastale gubitke. Rezultat jedne takve kolektivne kontrakcije u pravcu smanjenja kreditnih tokova vodi daljnjem rastu poteškoća većeg broja dužnika, utiče na pad realnog sektora i samim tim utiče na rast gubitaka samog bankarskog sektora.

Grafikon br. 1: Godišnje stope rasta GDP-a (kao % promjene)



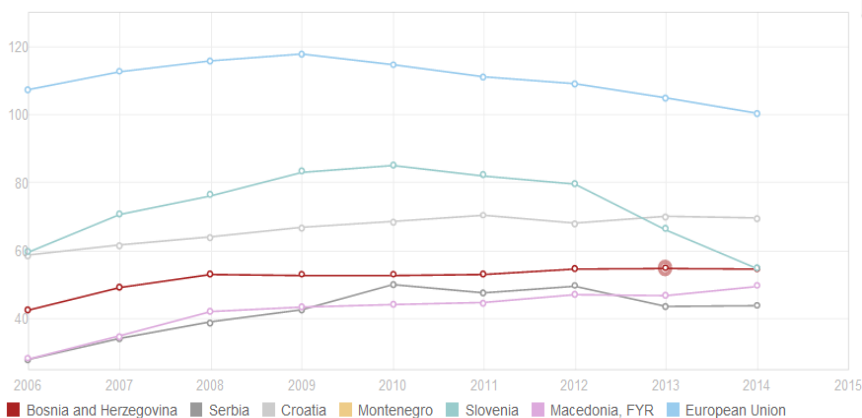
Izvor: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/B-A-RS-HR-ME-MK-EU-US?display=graph>

Ono što je evidentno jeste da kreditna aktivnost u Bosni i Hercegovini od dana izbijanja globalne ekonomske krize pa do danas pokazuje znakove stagnacije ili pada. Sve zemlje regiona pokazuju značajno usporavanje

<sup>3</sup> Ovdje možemo vršiti komparaciju i samih politika koje provode SAD i zemlje Evropske unije, odnosno ekspanzivne monetarne politike i politike štednje, kao i njihove refleksije na realnu ekonomiju i aktere na finansijskom tržištu u cjelini.

kreditne aktivnosti prilikom čega imamo i daljnji pad obima kreditiranja u Crnoj Gori. Rast u Bosni i Hercegovini je bio slab, i prema podacima Svjetske banke iznosi svega 2,8%, s tim što imamo pad u 2013. godini u odnosu na 2014. godinu. Brzi rast kredita do 2008. godine zaustavio se kada je počela kriza, jer dolazi do presušivanja stranog finansiranja i izvjesnog povlačenje depozita, tako da su BiH, Crna Gora i Srbija doživjele odliv depozita. Opadanjem finansiranja iz inostranstva, banke su bile prinuđene da se prilagode novonastaloj situaciji.<sup>4</sup>

Grafikon br. 2: Kretanje kredita kao % GDP-a



Izvor: <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.PRVT.GD.ZS/countries/BA-RS-HR-ME-SI-MK-EU?display=graph>

Prema podacima Međunarodnog monetarnog fonda razmatranim u radu (2009), strane banke su u 2006. u regionu Baltika upravljale sa preko 98% aktive u bankarskom sektoru Estonije, sa 92% aktive u Litvaniji, i sa preko 65% aktive u Letoniji. U zemljama centralne Evrope, najveći udeo u aktivni strane banke su ostvarile u Slovačkoj (96%), Češkoj (85%) i Mađarskoj (82%) dok su u najmanjoj meri to postigle u Sloveniji (svega oko 30%). U jugoistočnoj Evropi su strane banke na sličnom nivou dominacije tržištem. Krajem 2006. godine upravljale su sa preko 90% aktive u Albaniji, Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Hrvatskoj, sa 88% aktive u Rumuniji, i sa oko 80% aktive u Bugarskoj i Srbiji. Sa druge

<sup>4</sup> Generalno od 2008. zemlje regiona su izložene riziku rušilačkog povlačenja izvora finansiranja od strane evropskih banaka. Do kraja 2008, prema podacima *BIS-a* (*Bank for International Settlements*), potraživanja evropskih banaka prema Srbiji, Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori kreću se od 27% do 32% GDP-a, dok je taj procenat u Makedoniji svega 5% GDP, što se pokazalo kao dobar *buffer*. Kao rezultat krize, neke zemlje su ušle u programe MMF-a. Jula 2009. godine, Bosna i Hercegovina je potpisala *stand-by aranžman* (*SBA*) za 1,1 milijardu EUR, koji je istekao jula 2012. godine. Novi *SBA* (338,2 *SDR*, oko 500 miliona *USD*) je odobren septembra 2012. godine. Januara 2009. godine, Srbija je potpisala *SBA* vrijedan 2,619 milijardi *SDR*, koji je istekao aprila 2011. godine. Ne očekuje se da će Makedonija povući sredstva kreditne linije iz predostrožnosti (*PCL*).

strane, taj procenat je u Makedoniji iznosio tek nešto više od 50%. Na istoku Evrope, procentualno najmanji udio u aktivni strane banke su imale u Rusiji (oko 12%), dok je u Ukrajini taj procenat bio 30%. Primjetimo da, sa izuzetkom najvećih zemalja bivšeg Sovjetskog Saveza – Rusije i Ukrajine, samo u Sloveniji strane banke nisu upravljale sa više od 50% kapitala u 2006. godine. U 13 od 18 država regiona CESE udio stranih banaka te godine prelazi 70%. Takav udio stranog vlasništva nad bankarskim sektorom praktično je nezabilježen u drugim dijelovima svijeta. Stoga je veoma važno potpuno razumjeti kako strane banke utiču na kreditiranje privreda regiona.<sup>5</sup>

Kreditna kriza koja je uslijedila i dalje je teška, odražavajući ne samo nižu tražnju, već i rastuće probleme kvaliteta aktive jer su neke matične banke počele da smanjuju kreditnu aktivnost.<sup>6</sup> Jedna od aktivnosti koje su preduzete kako bi se osiguralo dalje prisustvo bankarskih grupacija aktivnih u zemljama regiona je potpisivanje sporazuma po uzoru na Bečku inicijativu iz 2009. godine. Zaključivanje novog sporazuma, nazvanog Bečka inicijativa 2, potvrđeno je na sastanku predstavnika bankarskih grupacija aktivnih na tržištu CEE, nacionalnih supervizora i međunarodnih finansijskih institucija<sup>7</sup>, koji je održan u Beču sredinom januara 2012. godine. Prepoznajući posljedice eventualne kreditne kontrakcije za zemlje regiona centralno-istočne Evrope, zaključeno je da bankarske grupacije trebaju i dalje nastaviti pružati finansijsku podršku svojim bankama kćerkama, ali da i međunarodne finansijske institucije trebaju djelovati kao podrška bankama majkama u slučaju finansijskih poteškoća. Očekuje se da će izloženost bankarskih grupacija prema regionu u najvećoj mjeri zavisiti od domaće potražnje za dugoročnim kreditima koji su bili glavni pokretač prekograničnih tokova kapitala u prošlosti. Izdvajamo da su u posmatranoj grupi zemalja jedino u slučaju Bosne i Hercegovine i Srbije odnosi kredita prema depozitima banaka iznad 100 procenata, odražavajući malu domaću bazu depozita.

Gore navedeni pad privredne aktivnosti i njen presudni značaj na kreditnu tražnju potvrđuju i trendovi koji se odnose na kretanje kamatnih stopa. Posmatramo kretanje pasivnih kamatnih stopa, kao i aktivnih kamatnih stopa i ista nam ukazuju na presudan značaj faktora na strani tražnje prilikom uspostavljanja njene ravnotežne vrijednosti. Naravno da se

---

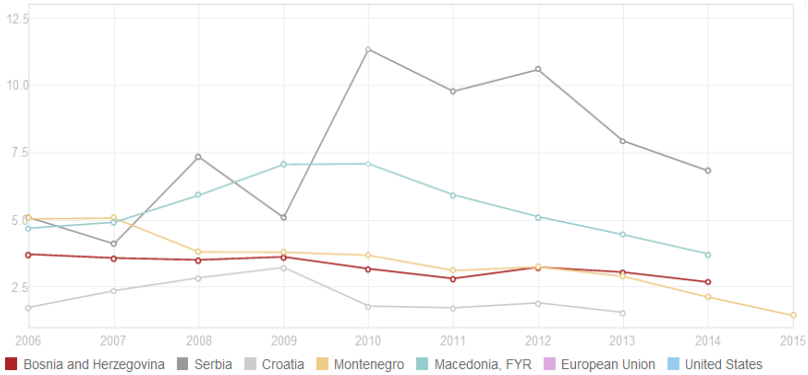
<sup>5</sup> Arvai Z., Driessen K., Oter-Robe, I. (2009). *Regional Financial Interlinkages and Financial Contagion within Europe*, IMF Working Paper WP 09/6, International Monetary Fund, Washington DC.

<sup>6</sup> Naravno da je pad kreditne aktivnosti uslovljen i padom na strani tražnje od strane preduzeća i domaćinstava. Pad privredne aktivnosti jasno utiče na rast rizika defaulta dužnika, kao i rastućih gubitaka samog bankarskog sektora.

<sup>7</sup> Evropska komisija, Evropska bankarska agencija, Evropski odbor za sistemske rizike, Evropska banka za obnovu i razvoj, Evropska investicijska banka, Međunarodni monetarni fond i Svjetska banka.

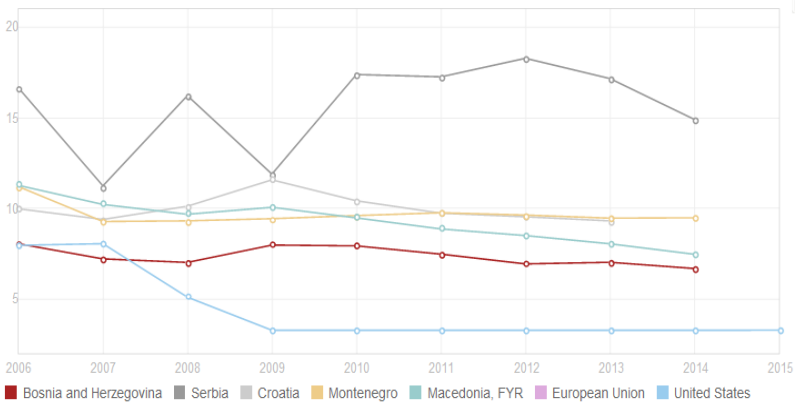
u takvim uslovima postavlja pitanje rizika, održivosti bankarskog sistema i time održivosti institucija koje se bave poslovima garancija.

Grafikon br. 3: Kretanje pasivnih kamatnih stopa



Izvor: <http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.DPST/countries/BA-RS-HR-ME-MK-EU-US?display=graph>

Grafikon br. 4: Kretanje aktivnih kamatnih stopa

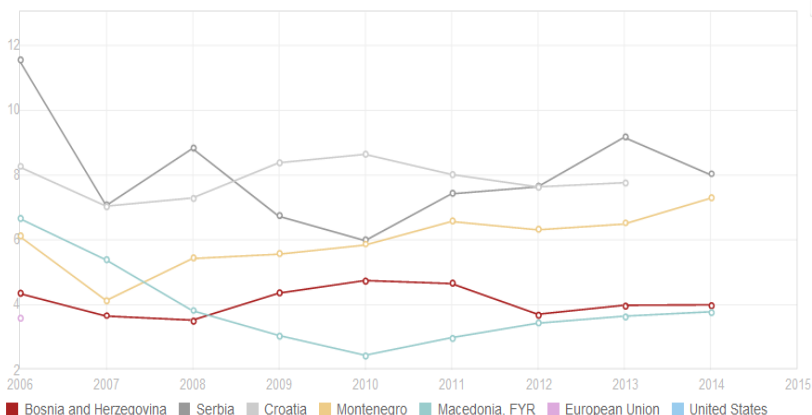


Izvor: <http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LEND/countries/BA-RS-HR-ME-MK-EU-US?display=graph>

Evidentno je da je došlo do pada aktivnosti na strani tražnje u smislu novog zaduživanja, dok je, s druge strane, najznačajniji dio kreditne tražnje usmjeren na refinansiranje, što, u krajnjoj liniji, vodi padu vrednosti aktivnih kamatnih stopa i time nam ukazuje na otežano stanje finansijskog sektora posmatrane grupe zemalja. Pad je najevidentniji u slučaju SAD, što je očekivano s obzirom da je kriza generisana upravo u SAD, gdje su kamatne stope pale sa vrijednosti 8,1% u 2007. na 3,3% već u 2009. i do danas su se zadržale na tom nivou. Taj trend je evidentan i u zemljama regiona od 2009. godine. Kašnjenje je uslovljeno djelovanjem transmi-

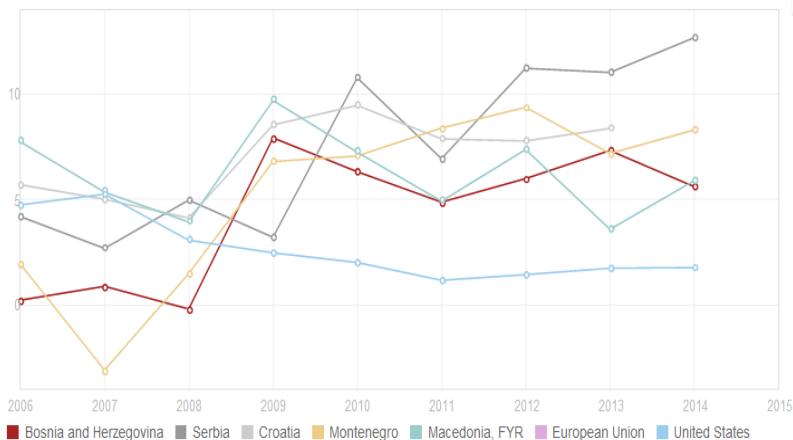
sionih mehanizama, a gdje su vidljive manje oscilacije, ali i generalno pad aktivnih i pasivnih kamatnih stopa. Izuzetak je Srbija, a što je i razumljivo s obzirom na značajne oscilacije kursa dinara.

Grafikon br. 5: Kamatna marža (spread) aktivnih i pasivnih kamatnih stopa



Izvor: <http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LNDP/countries/BA-RS-HR-ME-MK-EU-US?display=graph>

Grafikon br. 6: Kretanje realnih kamatnih stopa



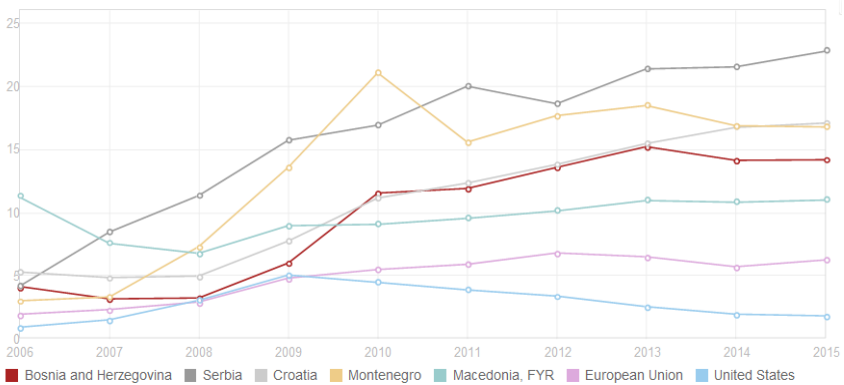
Izvor: <http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.RINR/countries/BA-RS-HR-ME-MK-EU-US?display=graph>

Uslovljeno ovakvim kretanjima dolazi i do pada marže (*spread*) između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa (grafikon 5). Tačnije, one pokazuju oscilacije nakon izbijanja same krize dok je pad vidljiv u odnosu na godine prije same manifestacije krize. Ovakva kretanja negativno utiču na samu profitabilnost i uslove poslovanja bankarskog sektora, dok, s

druge strane, kao pozitivno kretanje možemo izdvojiti trend rasta realnih kamatnih stopa.<sup>8</sup>

Nadalje, pored niskog rasta kredita, minimalne profitabilnosti, erozije kapitala, kao posebno zabrinjavajuća činjenica izdvaja se rastući, ili već visok nivo problematičnih kredita (*NPL-nonperforming loans*). Visoki nivoi problematičnih kredita znače da je pogoršan kvalitet kredita i da banke imaju hronične probleme oko otpisivanja problematičnih kredita, jer neefikasni režimi za slučajeve nesolventnosti uglavnom sprečavaju brzu sanaciju problematičnih kredita. Najnoviji porast problematičnih kredita ograničio je apetit, kao i sposobnost banaka da nastave sa kreditiranjem.

Grafikon br. 7: Kretanje NPL-a (nonperforming loans) u zemljama regiona kao % ukupnih kredita



Izvor: <http://data.worldbank.org/indicator/FB.AST.NPER.ZS/countries/BA-RS-HR-ME-MK-EU-US?display=graph>

Vidljivo je da u zemljama regiona (grafikon 7), kao i na području Evropske unije, imamo ponovo rast *NPL*, dok jedino u SAD-u postoji pad *NPL* u kontinuitetu od 2009. godine. Pad loših kredita u slučaju SAD je rezultat pristupa države rješavanju negativnih efekata krize, kao i niza mjera preduzetih od strane *U.S. Federal Reserve*, a koje nisu dostupne u BiH s obzirom na ograničenja monetarne politike.

Iako su sami nivoi, kao i brzina kojom imamo rast *NPL*, različiti posmatrajući region, drugi talas rasta ove komponente je sasvim sigurno zabrinjavajuća pojava koja može značajno da ugrozi stabilnost bankarskog sektora. Nakon kratkog perioda stabilizacije ili čak pada u nekim zemljama, kao što su Crna Gora i Makedonija, *NPL* je počeo ponovno da raste, naročito u drugoj polovini 2012. Posmatrano u periodu od 2007, odnosno 2008, Bosna i Hercegovina je pogođena najžešće i pokazuje najveće stope rasta. U cjelini slika regiona ukazuje na visoke nivoe *NPL* koji imaju trend rasta i u prvim mjesecima 2015, utičući na usporavanje

<sup>8</sup> Realna kamatna stopa odgovara aktivnoj kamatnoj stopi prilagođenoj na inflaciju.

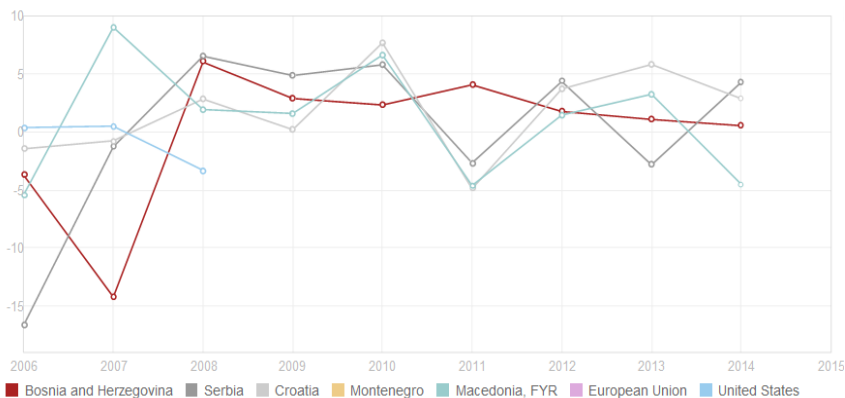


ekonomske aktivnosti, kao i na pad spremnosti banaka da pozajmljuju sredstva. To je u svakom slučaju i generator mogućih rizika po finansijski sektor i predstavlja zahtjev za aktivan monitoring kretanja ovih vrijednosti.

## AKTIVNOSTI NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU I SEKTORSKA USMJERENOST

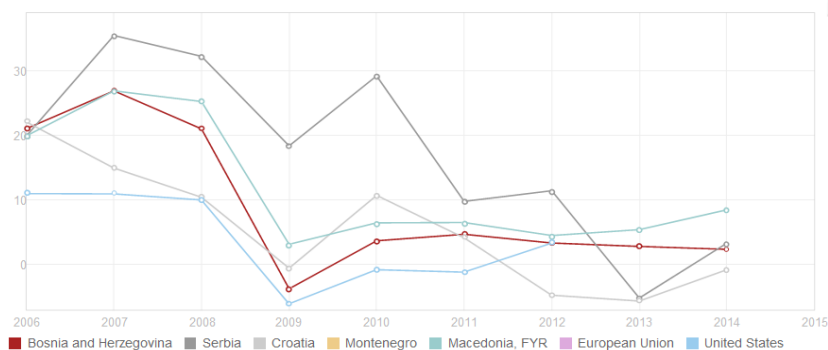
U ovom dijelu rada posmatraćemo trendove u vezi sa kretanjima potraživanja bankarskog sektora od pojedinih segmenata ekonomskog sistema zemalja regiona. Posmatramo kretanje potraživanja finansijskog sektora prema državi, kao i generalno kretanje bruto kredita finansijskog sektora prema domaćinstvima, nefinansijskim organizacijama, neprofitnim institucijama, državi i lokalnim organima, kao i socijalnim sigurnosnim fondovima u određenom periodu.

Grafikon br. 8: Potraživanja od centralne vlade



Izvor: <http://data.worldbank.org/indicator/FM.AST.CGOV.ZG.M3/countries/BA-RS-HR-ME-MK-EU-US?display=graph>

Grafikon br. 9: Potraživanja od ekonomskog sistema



Izvor: <http://data.worldbank.org/indicator/FM.AST.DOMO.ZG.M3/countries/BA-RS-HR-ME-MK-EU-US?display=graph>

Evidentan rast izloženosti finansijskog sistema prema sektoru države (grafikon 8), odnosno postoji značajan rast tražnje za kreditima od strane države. Ovakva kretanja su očekivana s obzirom da u periodu nakon krize država nastoji kroz zaduživanje na finansijskom tržištu da prevaziđe probleme sa likvidnošću i padom prihoda po osnovu smanjenog nivoa privredne aktivnosti, dok, s druge strane, istovremeno kroz proaktivno privredno učešće nastoji da stimuliše privredu i utiče na njen što raniji oporavak. Izdvajamo i da su same države nastojale na različite načine kreirati uslove po kojima bi olakšale vlastito zaduživanje i time postale privlačnije i konkurentnije za plasmane finansijskog sektora. Recimo u Bosni i Hercegovini izmjenom regulative od 31.12. 2011. godine, došlo je do izmjene pondera rizičnosti za vrijednosne papire emitovane od strane Vlade FBiH, Vlade RS i Savjeta ministara BiH i isti su smanjeni sa 20% na 0%, čime su poboljšane bilansne pozicije banka koje imaju u svom portfelju ove vrijednosne papire ili se odluče za njihovu kupovinu.<sup>9</sup> Slične reakcije država u regionu nisu izostale.

Kada posmatramo kretanja bruto kredita prema ostalim sektorima, evidentan je značajan pad kreditne aktivnosti, samim tim ukupne aktivnosti na finansijskim tržištima posmatrane grupe zemalja. S druge strane, ako u kretanje bruto kredita finansijskog sektora uzmemo u obzir i ostale gore navedene sektore, vidljiv je značajan pad bruto kredita, samim tim i ukupne finansijske aktivnosti. Situacija se nije promijenila ni u 2014-2015, tačnije, podaci ukazuju da generalno imamo pad kreditne aktivnosti u domenu privatnog sektora.

Daljnje usporavanje kreditiranja predstavlja kočnicu započetom oporavku privrede, što se možda najbolje vidi na primjeru evrozone koji stvara dodatni pritisak na Evropsku centralnu banku da zadrži popustljivu monetarnu politiku. U uslovima recesije kojom je zahvaćena većina zemalja u regionu slaba tražnja prigušuje interes za ulaganjima i potrošnjom, a banke istovremeno ograničavaju kreditiranje kako bi popravile svoje bilanse. Takođe, očekuje se i daljnje sbve izraženije razduživanje preduzeća kao odgovor na slabije zarade i smanjenu investicijsku aktivnost. S druge strane, ponuda je ograničena rastućom averzijom prema riziku, te posljedično strožim pravilima plasmana usljed slabih makroekonomskih predviđanja, te problemima kvalitete kolaterala. Na ponašanje stanovništva u vezi sa kreditima presudan je uticaj ekonomske krize, nezaposlenosti, pad realnih plata i neizvjesnosti u pogledu budućih dohodaka, što isto tako utiče i na povećanu sklonost štednji, naravno onih koji imaju šta štedjeti. Na osnovu navedenog, možemo očekivati nastavak razduživanja sektora stanovništva, kao i generalno uzdržanost od nekih budućih zaduženja.

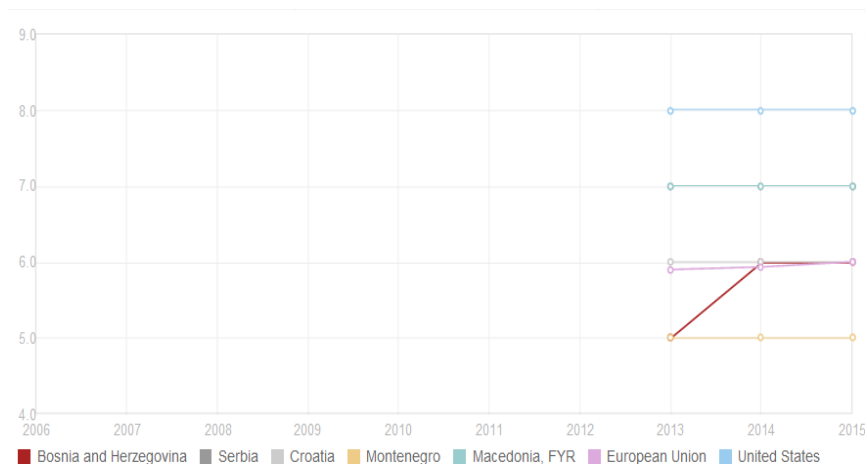
U uslovima kada imamo rastuću averziju prema riziku, jedini način da istu suzbijemo usko je vezan za obim informacija do kojih se može doći u

---

<sup>9</sup> „Službene novine FBiH“, br. 70/11, i „Službeni glasnik RS“, br. 127/11.

smislu kreditnog odlučivanja. U nastavku posmatramo indekse koji se odnose na nivo transparentnosti po pojedinim zemljama gdje viša vrijednost ukazuje na veću dostupnost informacija u pravcu kreditnog odlučivanja. Ovaj indeks uzima vrijednost od 0 do 6, s tim da više vrijednosti ukazuju na veću dostupnost kreditnih informacija kroz korištenje javnih registara ili privatnih biroa, a u cilju olakšanog donošenja odluke o kreditiranju.

Grafikon br. 10: Indeks transparentnosti



Izvor: <http://data.worldbank.org/indicator/IC.CRD.INFO.XQ/countries/BA-RS-HR-ME-MK-EU-US?display=graph>

Ono što predstavlja globalni problem u slučaju zemalja regiona jeste rast potrošnje državnog sektora koji u budućem periodu može predstavljati značajno ograničenje u rastu i stabilnosti, kao i same mogućnosti otplate prispjelih obaveza. Izdvajamo i relativno skromne programe zaštite finansijskog sektora.

## REGULATORNI OKVIR NA FINANSIJSKOM TRŽIŠTU I UTICAJ NA PRIVREDNI RAST

Polazeći od postojanje pozitivne korelacije stepena razvijenosti finansijskih institucija i realnog sektora ekonomije, postavlja se pitanje optimalnog nivoa zaduženosti, odnosno metoda za postizanje takvog nivoa. Da bismo pokušali da odgovorimo na ovo pitanje razmotrićemo malo detaljnije slučaj Velike Britanije, jedne od zemalja sa tradicionalno najrazvijenijim finansijskim tržištem.<sup>10</sup> S tim u vezi, relevantna su dva osnovna pitanja: komparativna statika dugoročne zaduženosti i tranziciona

<sup>10</sup> Valja napomenuti da iako u ovom odjeljku govorimo o V. Britaniji, sličnu analizu je moguće uraditi kako za druge razvijene zemlje, tako i za tranzicione ekonomije i zemlje u razvoju kao što je Bos i Hercegovina. Detaljnije u Turner (2010)

dinamika. Pod komparativnom statikom dugoročne zaduženosti ima se u vidu pitanje da li bi za britansku privredu, na primjer, bilo bolje kada bi u 2025. imala odnos duga i BDP od 120%, 100%, ili, recimo, 80%. Drugi način da se postavi isto pitanje jeste da se odredi da li je dobro to što trenutno Britanija ima koeficijent zaduženosti od 125% umjesto da taj koeficijent zaduženosti bude, recimo, 80%? Da bi odgovor na ovo pitanje bio moguć, mora se razmotriti uticaj nivoa zaduženosti na dugoročnu stopu štednje i na efikasnost alokacije kapitala. U ovakvoj analizi mora se, takođe, uzeti u obzir dugoročni uticaj nivoa i strukture kreditiranja na nivo blagostanja stanovnika kroz smanjenje varijabilnosti potrošnje u toku životnog ciklusa (*life-cycle consumption smoothing*). Pod tranzicionom dinamikom se podrazumijeva nešto sasvim drugo: ako se, kao zadat, uzima sadašnji nivo zaduženosti (u slučaju V. Britanije to je 125% BDP), postavlja se pitanje optimalne evolucije zaduženosti u, recimo, sljedećih pet godina. U tu svrhu potrebno je razmotriti uticaj promjena ponude kredita na agregatnu nominalnu tražnju, a time i na putanju realizovanog BDP i zaposlenosti u odnosu na produktivni potencijal. Razumije se, potrebno je odrediti optimalnu politiku kako na srednji tako i na duži rok. Međutim, to može izazvati dilemu za nosioce ekonomske politike: naime, smanjenje zaduženosti može biti korisno na duži rok ali, istovremeno, štetno po ekonomski rast na kraći rok.

Jedan od konkretnih načina na koji država može da utiče na nivo zaduženosti u privredi jeste kroz režim regulatornog kapitala i likvidnosnih zahtijeva prema finansijskim institucijama. Ovim pitanjima se u posljednje vrijeme veoma aktivno bave Banka za međunarodna poravnanja (*Bank for International Settlements, BIS*) sa sjedištem u Bazelu, i Savjet za finansijsku stabilnost (*Financial Stability Board, FSB*). Sa povećanjem kapitalnih likvidnosnih zahtijeva smanjuje se vjerovatnoća da će pojedinačne finansijske institucije postati nelikvidne ili nesolventne. Takođe, očekivani efekat ovakve mjere bila bi smanjena ponuda jeftinih kredita na tržištu. Novo međunarodno savjetodavno tijelo, Makroekonomska grupa za procenu (*Macroeconomic Assessment Group*), koju su zajedno stvorili BIS i FSB će, stoga, morati pozabaviti kako srednjoročnim tako i dugoročnim posljedicama ovakvih očekivanih regulatornih mjera.<sup>11</sup>

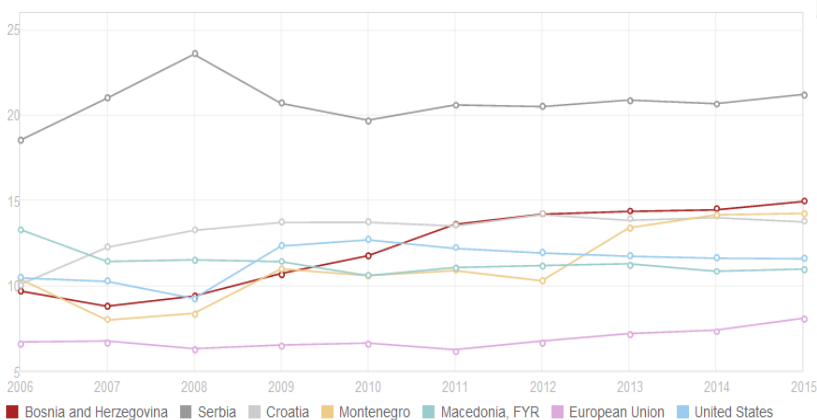
Ono što predstavlja pozitivan trend jeste da su banke u regionu zadržale solidne pozicije kapitalne adekvatnosti i generalno su te vrijednosti značajno veće od iznosa koje zahtijevaju regulatorni organi. Na narednom grafikonu posmatramo kretanje kapitala banke i rezervi u odnosu na ukupnu imovinu banke.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> Urošević, B., Živković, B. i Božović, M., *Uticaj finansijskog sektora na realni sektor privrede*

<sup>12</sup> Kapital i rezerve uključuju sredstva obezbijedena od strane vlasnika, neraspoređenu dobit, opšte i specifične rezerve, rezervisanja. Kapital obuhvata komponente definisane kao *Tier 1* koje predstavljaju uobičajenu komponentu u bankarskom sistemu svih zemalja i nekoliko specifičnih instrumenata subordinisanog duga kao obaveza koje

Grafikon br. 11: Odnos kapitala banke i rezervi banke u odnosu na imovinu banke



Izvor: <http://data.worldbank.org/indicator/FB.BNK.CAPA.ZS/countries/BA-RS-HR-ME-MK-EU-US?display=graph>

Kod zemalja regiona vidimo da su Bosna i Hercegovina i Crna Gora u pretkriznom periodu imale trend pada posmatranog indikatora, dok se u periodu krize može primijetiti rast ovog odnosa kod svih zemalja regiona izuzev Srbije, gdje još uvijek postoje značajne oscilacije ovog racija. Rast vrijednosti u pretkriznom periodu je rezultat kako regulatornih organa i njihovih smjernica u smislu jačanja kapitalne osnove bankarskog sektora, tako i pada same kreditne i privredne aktivnosti, kao i povećane averzije banaka pri donošenju odluka o daljnjem finansiranju realnog sektora.

Razmotrimo detaljnije pitanje dugoročne komparativne statike. Ukoliko pođemo od pretpostavke da će viši kapitalni zahtevi dovesti do skupljih i manje dostupnih kredita može se postaviti sledeće važno pitanje: kakve će posledice u slučaju povećanja kapitalnih zahtjeva što je jedna od očekivanih mera kao odgovor na krizu imati na finansiranje realnog sektora privrede. Pretežno stanovište jeste da će veća cijena kredita smanjiti finansiranje produktivnih investicionih projekata a time uticati na niži ekonomski rast.

Analiza britanskog regulatora finansijskih institucija FSA (*Financial Services Authority*) pokazuje da bi za V. Britaniju znatno povećanje kapitalnih i likvidnosnih zahtjeva prema bankama moglo biti društveno optimalno. U tom radu (*FSA, 2009*) opisuje se takozvani NIESR model (*National Institute of Economic and Social Research*), koji različito tretira uticaj kreditnih restrikcija na korporativni sektor u odnosu na sektor domaćinstava, ali ne razlikuje uticaj ograničenja na dostupnost kredita po

---

ne moraju biti izmirene ukoliko bi njihovo izmirenje narušilo zakonom propisane minimalne iznose kaptala (*Tier 2, Tier 3*). Ukupna imovina obuhvata svu nefinansijsku i finansijsku imovinu.

raznim sektorima privrede (npr. krediti za poslovne nekretnine u odnosu na kredite za pojedine grane privrede).

Naime, usporavanje privrednog rasta u periodima ekonomskog prosperiteta (što bi predstavljalo neto gubitak blagostanja) moglo bi biti više nego kompenzovano smanjenjem rizika od izbijanja velikih kriza u godinama smanjenog prosperiteta (povećanje blagostanja). Pošto gubici usljed velikih kriza, kakva je globalna ekonomska kriza sa kojom se suočavamo, često značajno premašuju dobitke u godinama prosperiteta, neto efekat povećanja cijene kapitala može biti pozitivan.

## ZAKLJUČAK

Neosporan je negativan uticaj svjetske ekonomske krize na finansijsko tržište i poslovanje banka, naročito sa aspekta povećanja rizika bankarskih plasmana. Interesantna je konstatacija američkog profesora i nobelovca Džozefa Štiglica, koji smatra da je sadašnja kriza posljedica besprizorne primjene neoliberalne ekonomske politike, kao i tvrdnja da se tržište ne može regulisati samo po sebi. Tačnije, to je na određen način potvrda kejnzijanske ekonomije i britanskog ekonomista *Johna Maynarda Keynesa*. Odluke koje se donose u **privatnom sektoru** nacionalne ekonomije ponekad dovode do neefikasnih, odnosno neželjenih makroekonomskih efekata, a koje može suzbiti aktivna ekonomska politika preko **javnog sektora**, odnosno **monetarna politika centralne banke** i **fiskalna politika vlade** koja nastoji stimulirati proizvodnju bez obzira na **poslovne cikluse**.

Ako polazimo od vlasničke strukture bankarskog sistema zemalja regiona prisustvo stranih banka ima svoje pozitivne strane, prije svega u smislu poboljšanja kvaliteta upravljanja u bankama i povećanja ponude različitih finansijskih proizvoda na tržištu. Sa druge, time se direktno izlažemo velikim rizicima kojima ranije nismo bili direktno izloženi i koji se moraju mnogo bolje razumeti. Tu pre svega mislimo na mehanizme mrežnog rizika i mogućnosti da kriza koja je izbila u jednom dijelu svijeta bude preneti na region. Upravo to se dogodilo za vrijeme velike svjetske finansijske krize koja je otpočela prije nekoliko godina i nije, *de facto*, još uvijek završena. Kriza je prvo pogodila finansijski sektor privrede i kroz krizu međubankarskog povjerenja i likvidnosti.

Aktuelna finansijska kriza je nedvosmisleno pokazala da vlasnička struktura banaka igra važnu ulogu kako u nastanku i prenošenju krize u finansijskom sektoru zemalja CESE, tako i u njenom prenošenju na realni sektor regiona. S druge strane ekonomska realnost zemalja koje kroz vlasničku strukturu značajno utiču na poslovnu politiku naših banaka je u potpunosti drugačija. Naime, u zemljama regiona hipotekarni krediti nikada nisu bili lako dostupni prosječnom građaninu za razliku od razvijenih zemalja zapada gdje je upravo ova kategorija jeftinih i lako dostupnih kredita generisala posljednju ekonomsko finansijsku krizu. Time se direktno utiče na realni sektor i u onim ekonomijama gdje nismo imali neracionalnu i nekontrolisanu ekspanziju ove kategorije kredita. S tim u

vezi kapitalni zahtjevi i sam pristup pojedinim kategorijama kredita bi trebao biti različit, naročito što su sami kapitalni zahtjevi zemalja regiona znatno iznad prosjeka razvijenih ekonomija.

Naročit problem predstavlja fenomen "istiskivanja" (*Crowding out effect*), tačnije stanje u kom država svojom ekspanzivnom fiskalnom potrošnjom i izraženim deficitima gura privredu sa finansijskog tržišta. Istiskivanje prouzrokuje činjenica da se deficit budžeta države ne eliminiše usklađivanjem javnih rashoda sa javnim prihodima, već se pribjegava pojačanom zaduživanju države na tržištu kapitala. Intezivno zaduživanje države utiče na povećanje tražnje za kapitalom koji gura kamatu naviše. Porast kamata izaziva istiskivanje privatnog sektora imajući u vidu da se obeshrabruje proizvodno investiranje i onemogućava pristup preduzećima tržištu kapitala. Tezu o efektu "istiskivanja" izložio je pre više od šezdeset godina *R.Dž.Hotri* i ističe da se cjelokupna javna potrošnja koja je finansirana iz štednje, a ne iz kreiranja novca centralne banke, dovodi do porasta kamatnih stopa i istiskuje jednak obim potrošnje privatnog sektora privrede, tako da je ekspanzivni efekta budžetskog podsticaja ravna nuli. Plasman državnih obveznica u vezi sa deficitnim finansiranjem budžeta, a što je karakteristično za naš region, dovodi po pravilu do porasta kamatnih stopa jer dolazi do porasta kvantuma tražnje akumulacije na finansijskom tržištu u odnosu na dati kvantum ponude akumulacije (štednje).

Porast nivoa kamatnih stopa održava deficit finansijskih sredstava na tržištu kapitala i teže da uspori proces investiranja što, takodje, negativno utiče na dugoročno formiranje stope realnog rasta ekonomije. Najzad, problem likvidnosti u privredi u dobroj mjeri stvaraju državne kompanije i institucije čime, opet, utiču u suprotnom smjeru od mjera podsticaja vezanih za poboljšanje likvidnosti u privredi

## DEVELOPMENTS IN FINANCIAL MARKETS WITH DIRECT REFERENCE TO PRE-CRISIS, CRISIS AND POST-CRISIS PERIOD

Srdan Amidžić PhD; Siniša Kurteš PhD

**Abstract:** Vulnerabilities which come with open market, produce instability, increase uncertainty and disturb efficient financial market. Inefficient and instable financial market contributes to increase problems which lead to financial and economic crisis.

Actual situation on international level, reveals market overflows and indicates deep disorder in economy that can be caused with instability of financial mediators. This article analyzes behavior and financial market trends in a period before crisis, during the crisis and after crisis in developed countries and in countries of this region. Also, this article defines possible dangers to stability and on financial market participants.

**Key words:** *Economic growth, financial market, sensibility, sector focus, regulation.*

## LITERATURA

1. Arvai Z., Driessen K., Oter-Robe, I. 2009. *Regional Financial Interlinkages and Financial Contagion within Europe*, IMF Working Paper WP 09/6, International Monetary Fund, Washington DC.

2. Burda, Viploš, 2004. *Makroekonomija*, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd.
3. Barro, Robert and Martin, Xavier. 1995. *Tecnological diffusion , convegence and growth*. NBER Working Paper 5151.
4. Bosworth, Barry and Collins, Susan. 2003. *The empirics of growth: an update*. Brookings Papers on Economic Activity, vol. 34, issue 2.
5. Krugman, P., 2010. *Povratak ekonomije depresije i svetska kriza 2008*, Novi Sad, Heliks.
6. Ristić, Kristijan i Ristić Žarko. 2015. "Realni sektor i globalna finansijalizacija". *Poslovne studije časopis za poslovnu teoriju i praksu*. 213-229.
7. Urošević, B., Živković, B. i Božović, M. 2011. *Uticaj finansijskog sektora na realni sektor privrede*, Ekonomika preduzeća, Savez ekonomista Srbije.